



Risikoafdækning i M&A-transaktioner hvor der benyttes Warranty & Indemnity-forsikringer

Handling of risks in M&A transactions in which Warranty & Indemnity insurances coverage is being provided

Afleveringsdato:
15/05/2017

Studie:
Copenhagen Business School
Cand.merc.(jur.) – erhvervsøkonomi og jura
Kandidatspeciale, 4. semester 2017

Navn:
Amanda Merse

Navne på vejledere:
Henrik Ejsbøl
Henrik Lando

Sider (til bedømmelse):
76 (180.166 anslag/79,2 normalsider)

Indholdsfortegnelse

Forkortelsesoversigt	4
Abstract	5
Kapitel 1: Problemstilling vedrørende Warranty & Indemnity-forsikringer	6
1.1 Specialets problemstilling.....	6
1.2 Problemformuleringer	7
1.3 Dataindsamling	7
1.4 Metode og teori	9
1.4.1 Juridiske retskilder og metode	9
1.4.2 Økonomisk teori og metode	11
1.4.3 Integreret teori og metode	12
1.5 Afgrænsninger	12
1.5.1 Den juridiske afgrænsning.....	12
1.5.2 Den økonomiske afgrænsning.....	13
1.6 Specialets struktur	14
Kapitel 2: Juridisk analyse	16
2.1 Indledning til den juridiske analyse	16
2.2 Risikoafdækning i forbindelse med virksomhedsoverdragelse	16
2.2.1 Undersøgelser	17
2.2.2 Garantier og erklæringer.....	20
2.3 Analyse af hvad W&I-forsikringer indebærer.....	24
2.3.1 Den berettigede part til forsikringssummen	24
2.3.2 Dækningssum, præmie og selvrisiko.....	25
2.3.3 Dækningsomfang	27
2.3.3.1 Forhold der typisk dækkes	27
2.3.3.1.1 Ukendte risici.....	27
2.3.3.1.2 Forhold der er undersøgt	28
2.3.3.2 Forhold der typisk ikke dækkes	28
2.3.3.2.1 Kendte forhold og kendte risici	28
2.3.3.2.2 Fremadrettede garantier	29
2.3.3.2.3 Urigtige eller utilstrækkelige oplysninger	30
2.3.3.2.3.1 Urigtige eller utilstrækkelige oplysninger fra køber.....	30
2.3.3.2.3.2 Urigtige eller utilstrækkelige oplysninger fra sælger	32
2.3.4 Håndtering af krav.....	32
2.4 Analyse af processen for tegning af en W&I-forsikring	33
2.4.1 Første stadie – uforpligtende indikation/tilbud	34
2.4.2 Andet stadie – underwriting	35
2.4.3 Tredje stadie – bindende indikation	36
2.5 Analyse af eksempel på vilkårene i en køberpolice	37

2.5.1 Grundelementer i forsikringspolice	37
2.5.2 Definitioner og fortolkningsregler	38
2.5.3 Betingelser for dækningens ikrafttræden	38
2.5.4 Basale dækningsvilkår	39
2.5.5 Principper om beregning af tab og forsikringskrav	39
2.5.6 Selvrisko	39
2.5.7 Undtagelser til dækning	39
2.5.8 Proces for hvordan køber rejser krav overfor forsikringsselskabet	40
2.5.9 Sagsomkostninger	40
2.5.10 Købers generelle pligter	41
2.5.11 Regresret	41
2.5.12 Øvrige bestemmelser	41
2.6 Konklusion på juridisk analyse	42
Kapitel 3: Økonomisk analyse	43
3.1 Indledning til den økonomiske analyse	43
3.2 Grundlæggende teori	43
3.2.1 Principal-agent-teorien	43
3.2.2 Risikoafdækning og risikoallokering i kontraktforhold	45
3.2.3 Forsikring	47
3.3 Risikoafdækning når der ikke tegnes en W&I-forsikring	48
3.3.1 Asymmetrisk information mellem sælger og køber	48
3.3.1.1 Hvorledes den asymmetriske information kan begrænses	49
3.3.1.1.1 Oplysninger og regulering af parternes pligter	49
3.3.1.1.2 Garantier og erklæringer	50
3.3.1.1.3 Godt ry og efterfølgende samarbejde	51
3.3.2 Analyse af sælger og købers optimale strategier	52
3.3.2.1 Undersøgelser	52
3.3.2.2 Garantikatalogets omfang	55
3.4 Risikoafdækning når der tegnes en W&I-forsikring	57
3.4.1 Asymmetrisk information mellem sælger, køber og forsikringsselskabet	58
3.4.1.1 Hvorledes den asymmetriske information kan begrænses	59
3.4.1.1.1 Undersøgelser og regulering af parternes pligter	59
3.4.1.1.2 Garantier og erklæringer	60
3.4.1.1.3 Ry og fremtidig forsikringsdækning	60
3.4.2 Analyse af sælger og købers optimale strategier	61
3.4.2.1 Undersøgelser	61
3.4.2.2 Garantikatalogets dækningsomfang	63
3.5 Konklusion på økonomisk analyse	65
Kapitel 4: Integreret analyse	66
4.1 Indledning til den integrerede analyse	66
4.2 Fordele og ulemper ved W&I-forsikringer	66
4.2.1 Sælgers fordele ved at der tegnes en W&I-forsikring	66

4.2.2 Købers fordele ved at der tegnes W&I-forsikring	68
4.2.3 Fælles fordele for sælger og køber ved at der tegnes W&I-forsikring	70
4.2.4 Ulemper ved W&I-forsikringer.....	71
4.3 Samlet vurdering af hvornår W&I-forsikringer bidrager til transaktionens samlede værdi.....	72
4.3.1 Praktiske eksempler	73
4.4 Konklusion på integreret analyse	74
Kapitel 5: Konklusion	76
Litteratur – og kildeliste	77
Bøger	77
Artikler & rapporter.....	78
Artikler & rapporter skrevet af advokatselskaber, forsikringsselskaber eller forsikringsmæglere	78
Love	80
Domme.....	80
PowerPoints-præsentationer	81
Bilag 1: Transskribering af møde/interview med Rikke Falsner (1)	82
Bilag 2: Transskribering af møde/interview med Tine Olsen.....	89
Bilag 3: Transskribering af møde/interview med Rikke Falsner (2)	97
Bilag 4: Transskribering af møde/interview med Jeppe Buskov	101
Bilag 5: PowerPoint (Willis Towers Watson).....	110
Bilag 6: Eksempel på en køberpolice	118

Forkortelsesoversigt

AFTL: Aftaleloven

FAL: Forsikringsaftaleloven

KBL: Købeloven

M&A: Mergers and Acquisitions

Targetvirksomheden: Den virksomhed der overdrages

W&I-forsikring: Warranty and Indemnity-forsikring

Abstract

The purpose of this thesis is to assess (i) how the seller and the buyer in an M&A transaction can reduce their risk exposure through warranties and indemnities and, in particular, through W&I insurance coverage, (ii) which optimal strategies the seller and the buyer should apply in relation to risk mitigation, including, the scope of their due diligence efforts, the contents of the warranty schedule included in the sales and purchase agreement, as well as the influence from the W&I insurance on such strategies and (iii) under which circumstances the presence of a W&I insurance may increase the total value of an M&A transaction.

The legal analysis of this thesis is carried out by means of the legal dogmatic method. The sales and purchase agreement between the seller and the buyer, as well as the insurance policy between the buyer and the insurance company, are subject to freedom of contract which means that the terms agreed between the parties involved are, by far, the most important source of law when establishing their respective legal positions. In addition, the implications of the relevant sections of the Danish Act on Insurance Agreements (“forsikringsaftaleloven”) are being analyzed in the context of the buyer providing false, misleading or insufficient information concerning the target company to the insurance company. The key feature of the W&I insurance is the fact that the insurance company becomes directly responsible vis-à-vis the buyer for any breach by the seller of relevant parts of the warranty schedule. The insurance company holds a right of recourse against the seller but only if it can be proven that the seller has willfully provided false or misleading information during the M&A process. The economic analysis is based mainly on the principal/agent-theory and is carried out through a comparison of the optimal strategies of the seller and the buyer, respectively, with and without the presence of a W&I-insurance. It is concluded, inter alia, that when a W&I insurance is being contemplated in the context of a given M&A transaction, the seller is, generally, willing to grant more and broader warranties and indemnities in favor of the buyer, especially in areas where one or both parties seem to have a lack of knowledge and awareness of potential risks. Finally, in the integrated analysis, combining the findings from the legal and the economic analysis, a comparison of pros and cons of W&I insurances is being made, leading to the overall conclusion that, in many M&A transactions of a certain size or type, a W&I insurance will be in the joint interest of the seller and the buyer, due to its potential for creating added value mainly through (i) less need for escrow accounts, (ii) a lower risk of subsequent disputes between the seller and the buyer and (iii) fewer M&A negotiations dragging out or being abandoned due to the parties’ failure to agree on the warranty catalogue and/or the payment terms.

Kapitel 1: Problemstilling vedrørende Warranty & Indemnity-forsikringer

1.1 Specialets problemstilling

I forbindelse med indgåelse af aftale om virksomhedsoverdragelse afgiver sælger typisk en række garantier¹ og erklæringer til køber om, at bestemte forhold omkring virksomheden er på en bestemt måde på tidspunktet for virksomhedsoverdragelsen. Der er dog altid en risiko for, at garantierne og erklæringerne brydes, og i så fald kan køber som udgangspunkt påberåbe sig dette overfor sælger.² I tillæg hertil er man i Danmark som noget relativt nyt begyndt at tegne flere og flere forsikringer, der dækker brud på sælgers garantier og erklæringer.³⁴ Dette gøres igennem såkaldte "Warranty & Indemnity-forsikringer", som af og til også betegnes som "Representation & Warranty-forsikringer"⁵ (i det følgende tilsammen kaldet "W&I-forsikringer"). Sådanne forsikringer kan tegnes af både sælger og køber, og i begge tilfælde indebærer forsikringsdækningen, at såfremt der sker et brud på sælgers garantier og erklæringer, træder forsikringsselskabet som udgangspunkt ind og overtager sælgers ansvar direkte overfor køber. Der er en lang række fordele forbundet med W&I-forsikringer, som kan skabe større fleksibilitet og værdi i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse.⁶ Forsikringerne er først inden for de seneste år for alvor begyndt at blive mere og mere anvendte i Danmark, hvilket formentlig først og fremmest skyldes en kombination af, at præmierne for denne forsikringstype er faldet mærkbart, samtidig med at der er kommet større viden og klarhed omkring forsikringernes reelle indhold.⁷

Den nye udvikling har rejst spørgsmålet om, hvad W&I-forsikringer indebærer, herunder hvad deres dækningsomfang er, og hvordan processen i forbindelse med forsikringstegning foregår. Eftersom forsikringsselskabet overtager sælgers ansvar for garantibrud, er det nærliggende, at der opstår tvivl om, hvorvidt W&I-forsikringer påvirker sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning, herunder ikke mindst omfanget af due diligence undersøgelser og forhandlingen af garantier, erklæringer mv. Desuden opstår der et spørgsmål om, hvornår W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af transaktionen, og dermed hvornår det er fordelagtigt at tegne forsikringen.

¹ Garantier dækker i denne opgaves terminologi også over indeståelser, da en indeståelse er en form for garanti. Hansen & Lundgren, 2014, s. 261. Se nærmere under afsnit 2.2.2

² Hansen & Lundgren, 2014, s. 243+262

³ AIG(1), 2016, s. 1

⁴ Corporate acquisitions and mergers in denmark, s. 26

⁵ Von Barnekow, 2012, Plesner, note 2

⁶ Kemplar, 2015, Kromann Reumert

⁷ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1-2

1.2 Problemformuleringer

Nærværende speciale har som overordnet til formål at undersøge (i) i hvilket omfang sælger og køber ved køb og salg af virksomheder kan afdække deres respektive risici gennem garantier og erklæringer samt ved forsikringsdækning heraf gennem W&I-forsikringer, (ii) hvorledes disse forsikringer påvirker sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning, og (iii) hvornår W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af en virksomhedsoverdragelse.

Dette vil blive undersøgt gennem nedenstående problemformuleringer:

- Juridisk hovedspørgsmål: I hvilket omfang kan sælger og køber ved køb og salg af virksomheder afdække deres respektive risici gennem garantier og erklæringer samt ved forsikringsdækning heraf gennem W&I-forsikringer?
- Økonomisk hovedspørgsmål: Hvilke optimale strategier har sælger og køber i forbindelse med risikoafdækning ved køb og salg af virksomheder, og hvorledes påvirker W&I-forsikringer sælger og købers optimale strategier?
- Integreret hovedspørgsmål: Hvornår bidrager W&I-forsikringer til den samlede værdi af en virksomhedsoverdragelse?

1.3 Dataindsamling

I forbindelse med specialet er der benyttet relevant lovgivning og lærebøger. W&I-forsikringer er et område, hvor der endnu ikke foreligger omfattende litteratur, offentligt tilgængelig information eller nævneværdig retspraksis. Derfor er det et emne, som er værdifuldt at få belyst fra dem, der rent faktisk arbejder med W&I-forsikringer, og som ved, hvordan tingene typisk foregår i praksis. Eftersom faglitteraturen, der forklarer, hvad W&I-forsikringer går ud på, er meget begrænset, har det også været nødvendigt at indsamle oplysninger på internettet. Der er blevet skrevet en del artikler i fagtidsskrifter og nyhedsbreve på visse firmaers hjemmesider omkring W&I-forsikringer, og disse inddrages som kilder i specialet. Artiklerne og nyhedsbrevene, der benyttes, er fortrinsvist skrevet af forsikringsselskaber, advokater og forsikringsmæglere, dvs. fagfolk der arbejder med W&I-forsikringer til dagligt. Dermed er disse kilder som udgangspunkt relativt pålidelige og af høj faglig standard, men det må dog samtidig erindres, at visse af forfatterne kan have et forsikringsprodukt eller en rådgivningsydelse, som de gerne vil benytte lejligheden til at markedsføre overfor læserne. Endelig skal man være opmærksom på, at både M&A-transaktioner og W&I-forsikringer primært er områder, der er undergivet aftalefrihed og omfattende forhandlinger mellem parterne, og som i mindre grad er styret af lovgivning. Artiklerne og nyhedsbrevene

bruges dermed ikke så meget til at opridse, hvad der er lovligt og ulovligt, men primært til at beskrive gængs praksis i transaktionerne.

I forbindelse med specialet er der gennemført 4 interviews med relevante fagpersoner. Interviewene er delvist strukturerede i den forstand, at jeg som interviewer havde en foreløbig teoretisk viden om området, samtidig med at personer, der interviewes, frit kunne fremkomme med nye synsvinkler og information samt videregive deres praktiske erfaring. Forud for interviewene var der udarbejdet en kort skriftlig guide omkring, hvilke områder det var særligt relevant at få belyst.⁸ De adspurgte personer har godkendt, at interviewene blev optaget, og at der efterfølgende blevet lavet transskriberinger heraf med henblik på, at materialet kunne vedlægges og bruges i specialet. Transskriberingerne er vedhæftet som bilag og ordnet efter, hvilken dato interviewet fandt sted. Der er gennemført 2 interviews med Rikke Falsner, der er Project Manager hos Aon M&A Solutions, og transskriberingerne herfra er vedhæftet som hhv. bilag 1 og bilag 3. Der er desuden foretaget et interview af Tine Olsen, der er Partner & Practice Leader FINEX hos Willis Towers Watson, og det er vedhæftet som bilag 2. Endelig er der gennemført et interview med Jeppe Buskov, der er partner hos advokatfirmaet Kromann Reumert, og det er vedhæftet som bilag 4. De arbejder alle tre med W&I-forsikringer til dagligt.

Der er foretaget ordrette transskriberinger fra samtlige interviews, bortset fra "øh", "nåh" og lignende pauseudtryk, hvor der i stedet er blevet indsat "...". I transskriberingerne er der visse steder skrevet "XXX", hvilket betyder, at der er blevet sagt noget fortroligt i interviewet, som efter de medvirkende personers nærmere overvejelse og ønske er blevet taget ud i forbindelse med transskriberingen. Der er dog ikke udeladt udtalelser eller information, som var af afgørende betydning for specialets indhold og konklusioner.

Tine Olsen, som blev interviewet, har desuden stillet en PowerPoint-præsentation, som forsikringsmæglerfirmaet Willis Towers Watson har udarbejdet omkring W&I-forsikringer, til rådighed. Denne er vedlagt opgaven som bilag 5. Det har ikke været muligt at fremskaffe eksempler på helt specifikke W&I-forsikringspolicer og -betingelser i lærebøger eller på internettet. Til gengæld har Tine Olsen skaffet et eksempel på standardpolicebetingelser. Dette eksempel bruges til en analyse af, hvorledes W&I-forsikringer typisk ses udformet. Sidstnævnte materiale er vedhæftet som bilag 6.

⁸ Andersen, 2013, s. 155

1.4 Metode og teori

I det følgende vil der blive foretaget en vurdering af de retskilder, teorier og metoder, der benyttes i hhv. den juridiske, den økonomiske og den integrerede analyse.

1.4.1 Juridiske retskilder og metode

Retskilder udgør hjemmel til gældende ret, og der skal derfor anvendes retskilder i en juridisk analyse. Man kan indledningsvist inddеле retskilder i fire kategorier uden rangorden, nemlig hhv. regulering, retspraksis, retssædvaner og forholdets natur.⁹

Den retsdogmatiske metode anvender retskilderne i følgende rækkefølge: 1) regulering, 2) retspraksis, 3) retssædvaner og 4) forholdets natur.¹⁰ I retskildelæren er der ikke nogen fast rangorden mellem retskilderne, men når man anvender den retsdogmatiske metode, benytter man dem i den netop opstillede rækkefølge. Den retsdogmatiske metode er udledt af Alf Ross, og formålet med denne metode er at finde frem til, hvad der er gældende ret, hvilket gøres på samme måde, som domstolene ville gøre det ved systematisk fortolkning af retskilder på området.¹¹

Virksomhedsoverdragelser er primært aftaleregulerede, hvorfor den danske aftalelov (herefter AFTL) finder anvendelse, medmindre parterne har aftalt, at et andet lands love og retspraksis skal være gældende. AFTL finder både anvendelse på overdragelsesaftalen mellem sælger og køber og på forsikringspolice mellem køber og forsikringsselskabet. Udgangspunktet er ifølge AFTL § 1, at parterne frit kan vælge, hvorledes kontrakten skal udformes.¹² Når sælger og køber i forbindelse med overdragelsesaftalen har indgået en kontrakt, og køber og forsikringsselskabet har indgået et kontrakt (i form af en forsikringspolice) vedrørende forsikringsdækningen, er det som udgangspunkt disse kontrakter, der fastslår hvilke vilkår, der gælder mellem parterne, naturligvis suppleret og udfyldt af dansk rets almindelige regler. I specialet inddrages som nævnt et eksempel på en køberpolice (bilag 6) til belysningen af de vilkår, der typisk regulerer forholdet mellem køber og forsikringsselskab.¹³

For parterne, der har indgået overdragelsesaftalen, forbliver aftalen derfor den væsentligste kilde i forbindelse med fastlæggelsen af parternes positioner. Man kan dermed sige, at aftalen i princippet har

⁹ Ross, 1971, s. 125

¹⁰ Tvarnø & Nielsen, 2014, s. 35

¹¹ Ross, 1971, s. 128-130

¹² Blume, 2009, s. 148

¹³ Tvarnø & Nielsen, 2014, s. 104

samme funktion som retskilder, men aftalen er dog ikke retskilde i sædvanlig forstand, da den ikke får generel betydning for enhver men alene parterne i aftalen. Såfremt der opstår en konflikt mellem parterne i aftalen, skal parterne foretage en fortolkning af aftalen.¹⁴ Når man skal fortolke en aftale, er udgangspunktet, at man foretager en fortolkning af ordlyden og dernæst klarlægger, hvad der har været hensigten. Det er dog ikke altid muligt at få ordlyden til at give mening eller at indkredse parternes fælles hensigter, hvorfor man efter omstændighederne kan supplere fortolkningen med en formodning om, at man skal nå frem til et resultat, der er hensigtsmæssigt og rimeligt for aftalens parter.¹⁵

I nærværende speciale inddrages desuden købeloven (herefter KBL) i forbindelse med vurderingen af mangler, og i spørgsmålet om hvorvidt køber har en undersøgelsespligt. Der inddrages i den forbindelse to domme. UfR 2004.1784 H benyttes i vurderingen af, hvorvidt køber kan gøre mangelsbeføjelser gældende, når køber ikke har foretaget due diligence undersøgelser. Derudover inddrages UfR 2005.761 SH i vurderingen af, hvorvidt køber kan gøre mangelsbeføjelser gældende som følge af garantibrud, såfremt der er tale om forhold, som køber let kunne have opdaget ved yderligere due diligence, hvor køber ligefrem var blevet opfordret hertil.

Af dansk lovgivning inddrages desuden forsikringsaftaleloven (herefter FAL), som finder anvendelse på forsikringspolisen mellem køber og forsikringsselskabet. FAL inddrages primært i forhold til afgivelse af urigtige eller utilstrækkelige oplysninger overfor forsikringsselskabet. W&I-forsikringer er udtryk for en aftale mellem to erhvervsdrivende, og nogle af bestemmelserne i FAL finder som udgangspunkt kun anvendelse overfor private forbrugere, hvorfor FAL har begrænset relevans ved W&I-forsikringer.

Der findes ikke nogen offentligt tilgængelig retspraksis i Danmark på området for W&I-forsikringer, hvilket blandt andet skyldes, at parterne typisk har aftalt, at eventuelle tvister skal afgøres ved voldgift. Det er derfor stort set ikke muligt at inddrage retspraksis for at foretage en mere dybdegående vurdering af gældende ret. I tillæg må det erindres, at der næppe findes to aftaler eller transaktioner på M&A-området, som er ens, så værdien af præcedens er under alle omstændigheder forholdsvis begrænset. En retssædvane siges at foreligge, hvor der er sket en retsskabelse gennem eksempelvis virksomhedernes adfærd. For at noget kan udgøre en retssædvane, skal det som udgangspunkt være noget, som næsten alle, der opererer indenfor et bestemt område, er bekendt med, og som er normalt at følge.¹⁶

¹⁴ Blume, 2009, s. 147-149

¹⁵ Blume, 2009, s. 178+190

¹⁶ Tvarnø & Nielsen, 2014, s. 202-203

Den temmelig begrænsede tilstedeværelse af officielle retskilder på området for dette speciale, både i forhold til lovgivning og retspraksis, er stærkt medvirkende årsag til, at det har været relevant i forbindelse med vurderingen af W&I-forsikringer at inddrage de førnævnte interviews med praktikere på området.

1.4.2 Økonomisk teori og metode

I den økonomiske analyse sondres der mellem hhv. kendte mangler, kendte risici og ukendte risici. Kendte mangler foreligger i den situation, hvor sælger og/eller køber på forhånd véd, at der er noget specifikt galt med den overdragne virksomhed. Kendte risici foreligger, når sælger og/eller køber har en specifik viden omkring risikoen for tilstedeværelse af en mangel men ikke nødvendigvis en viden om selve manglen og dens fulde omfang. Ukendte risici er de risici, hvor sælger og køber ikke har nogen specifik viden omkring en risiko, men de ved, at der generelt kunne være en risiko/skjult mangel indenfor et givent område. På trods af at sælger og køber ved, at der kan være en generel risiko, kaldes sådanne risici alligevel for ukendte risici i specialet. Denne sondring er vigtig og foretages, da W&I-forsikringer som udgangspunkt kun dækker ukendte risici men ikke kendte mangler og kendte risici.

I forhold til de kendte mangler og de kendte risici, vil principal-agent-teorien blive benyttet, da der som regel foreligger asymmetrisk information omkring targetvirksomhedens forhold. I specialets analyse er der dog ikke et over – og underordningsforhold, men der er et forhold mellem sælger og køber som kontraherende parter i forbindelse med virksomhedsoverdragelsen. I forbindelse med at en køber ønsker at købe en virksomhed, efterspørger køber oplysninger omkring kendte mangler og kendte risici ved targetvirksomheden, og sælger har i den forbindelse flere oplysninger end køber, hvorfor der opstår en Adverse Selection-problematik, hvilket vil blive nærmere belyst i opgaven.

Der er også et forhold mellem køber og forsikringsselskabet, som heller ikke er et over- og underordningsforhold, men hvor køber og forsikringsselskabet optræder som kontraherende parter i forbindelse med købers tegning af en W&I-forsikring. Derfor kan principal-agent-teorien finde tilsvarende anvendelse. Forsikringsselskabet vil gennem W&I-forsikringen som udgangspunkt kun dække ukendte risici, hvorfor forsikringsselskabet i forbindelse med forsikringstegningen vil have oplysninger omkring targetvirksomheden. Køber har i den forbindelse flere relevante oplysninger end forsikringsselskabet, og der opstår en Adverse Selection-problematik mellem køber og forsikringsselskabet. Sælgers viden om targetvirksomhedens tilstand har også betydning for, hvad forsikringsselskabet vil dække, og der opstår derfor også et forhold mellem sælger og forsikringsselskabet med en Adverse Selection-problematik.

Både i forhold til kendte risici og ukendte risici opstår der et spørgsmål om, hvem risikoen skal allokeres til. For at risiko kan allokeres effektivt, skal man se på risikovillighed, asymmetrisk information og transaktionsomkostninger. Dette vil der blive foretaget en analyse af for at vurdere, hvorledes parterne mest hensigtsmæssigt bør allokere risikoen.

I forbindelse med vurderingen af sælger og købers strategier bliver det lagt til grund, at parterne er rationelle, hvilket indebærer, at parterne ønsker at maksimere egen nytte og værdi. Det er dog relevant at være opmærksom på den nyinstitutionelle økonomi, der tilsiger, at aktørerne har begrænset adgang til information, hvorfor aktørerne er begrænset rationelle ("bounded rationalities"), og dette kan føre til ukomplette kontrakter.¹⁷

1.4.3 Integreret teori og metode

Det er relevant at foretage en form for cost-benefit analyse, hvor hhv. fordelene og ulemperne ved W&I-forsikringer vurderes. Ved at sammenholde disse fordele og ulemper er det muligt at foretage en vurdering af, hvornår det er fordelagtigt eller hensigtsmæssigt, at disse forsikringer tegnes, og dermed hvornår W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af transaktionen. Dette vil i første omgang blive belyst generelt, og afslutningsvis vil der blive givet konkrete eksempler på tilfælde, hvor W&I-forsikringer har bidraget til den samlede værdi.

1.5 Afgrænsninger

Nedenstående beskriver de valgte negative afgrænsninger i forhold til hhv. den juridiske analyse, den økonomiske analyse, og den integrerede analyse. Det er en præcisering af, hvilke forhold der ikke inddrages i opgaven, men som kunne have været relevante at inddrage i relation til problemformuleringen, og som endda muligvis kunne have fået indflydelse på resultatet¹⁸ Der foretages ikke en afgrænsning i forhold til den integrerede analyse, da de samme begrænsninger allerede har gjort sig gældende under den juridiske analyse og den økonomiske analyse, hvor der således er sket den relevante frasortering.

1.5.1 Den juridiske afgrænsning

Specialet vurderer sælger og købers risikoafdækning i forbindelse med køb og salg af virksomheder, hvorfor det kunne have været relevant at inddrage andre risikoafdækningsmetoder såsom resultatafhængig

¹⁷ Østergaard, 2014

¹⁸ Tvarnø & Nielsen, 2014, s. 44-47

købesum ("earn-outs") og en vurdering af, hvilken overdragelsesform der er bedst. Med sidstnævnte tænkes på valget mellem køb af aktier ("share deal") og aktiver ("asset deal") eller i valget mellem køb af eller licens til rettigheder.

Det kunne desuden have været relevant at foretage en vurdering af W&I-forsikringer, der tegnes af sælger. Det kunne desuden have været relevant at foretage en dybere vurdering af de mere specifikke dækningsundtagelser til en W&I-forsikring, herunder eksempelvis bøder, transfer pricing, jordforurening samt produktansvar.¹⁹

Det kunne ydermere have været relevant at foretage en vurdering af de særlige W&I-forsikringer, der fungerer som en slags kaution for sælgers økonomiske opfyldelsesevne, og hvor forsikringsdækningen således kun kommer på tale, såfremt sælger simpelthen ikke har midlerne til selv at betale en skyldig erstatning til køber. Dette forhold inddrages ikke, da der er tale om helt anden form for risikoafdækning, som ikke har nævneværdig betydning for parternes incitament og strategi under M&A-forhandlingerne, men som ganske enkelt fungerer som en slags substitution for hele eller dele af sælgerens betalingsforpligtelse og solvens.²⁰

Endelig kunne det have været relevant at inddrage en vurdering af W&I-forsikringer, der dækker kendte risici, transfer pricing og jordforurening. Disse typer af risici kan som det klare udgangspunkt kun kan blive forsikringsdækket i helt særlige tilfælde, og kun efter gennemførelse af udvidede due diligence undersøgelser samt udfærdigelse af en meget specifik og "skræddersyet" police (som man alligevel ikke kan bruge til at udlede nogen generelle teorier eller praksis fra).

1.5.2 Den økonomiske afgrænsning

I den økonomiske analyse kunne det have været relevant at foretage en vurdering af sælger og købers strategier i forbindelse med fremadrettede garantier, da den økonomiske analyse vedrører sælger og købers strategier i forbindelse med garantier. Når man taler om fremadrettede garantier, påvirker købers agtpågivenhed og ansvarlighed efter virksomhedsoverdragelses muligvis udfaldet, hvorfor Moral Hazard havde været relevant at inddrage.

¹⁹ Kornerup & Hagstrøm, 2016, Bech-Brun, s. 5

²⁰ Kemplar, 2015, Kromann Reumert s. 2

Eftersom specialet er en analyse af parternes risikoafdækning, kunne det også have været relevant at inddrage de tilfælde, hvor ingen af parterne har den mindste anelse om, at der eksisterer en risiko eller sandsynlighed for en given type af mangler.

De afgrænsninger, der foretages i den juridiske analyse, har ligeledes betydning i forhold til den økonomiske analyse. Når visse forhold ikke er inddraget i den juridiske analyse, kommer de i sagens natur heller ikke til at spille en rolle i den efterfølgende økonomiske analyse.

1.6 Specialets struktur

Nærværende Kapitel 1 udstikker planen for, hvorledes den overordnede problemformulering agtes besvaret ved hjælp af udvalgte retskilder, teorier og metoder.

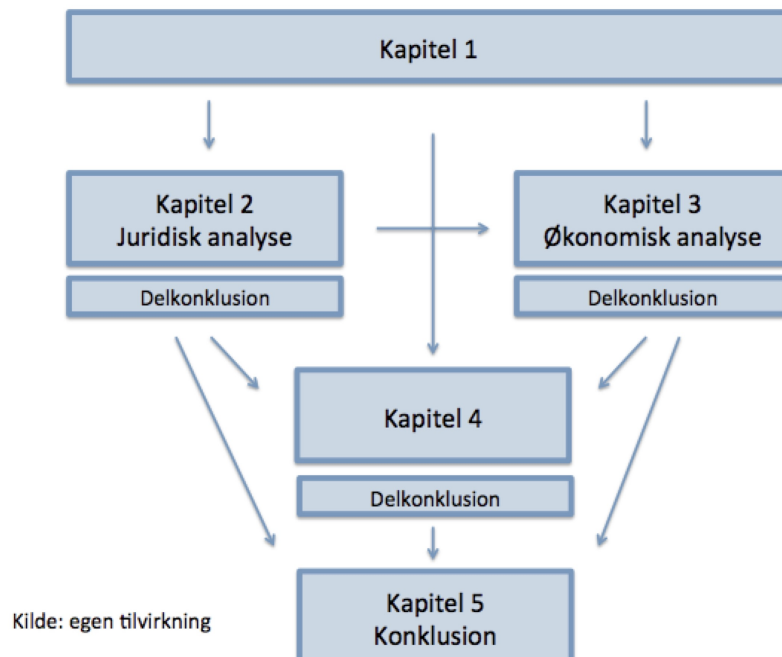
Kapitel 2 har til formål at besvare den juridiske del af problemformuleringen. Det vil i den forbindelse først overordnet blive belyst, hvordan sælger og køber kan afdække deres risici gennem garantier og erklæringer, eftersom disse danner fundamentet som W&I-forsikringernes vilkår bygges på. Efterfølgende vurderes sælger og købers stilling ved forsikringsdækning af garantier og erklæringer netop gennem W&I-forsikringer.

Hensigten med Kapitel 3 er at besvare den økonomiske del af problemformuleringen. Den økonomiske analyse er overordnet delt op i to afsnit. Der foretages først en vurdering af sælger og købers optimale strategier i forbindelse med undersøgelser af targetvirksomheden, afgivelse af garantier og erklæringer samt forhandlinger, når der ikke tegnes en W&I-forsikring. Efterfølgende vurderes sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning ved hjælp af W&I-forsikringer, herunder hvorledes disse strategier ændrer sig. Vurderingen tager udgangspunkt i resultaterne fra den juridiske analyse, da praksis og reglerne på området har betydning for parterne handlemåde.

Kapitel 4 er den integrerede analyse, hvor resultaterne fra hhv. den juridiske og den økonomiske analyse bruges til at vurdere, hvornår W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af transaktionen, og hvornår det dermed er fordelagtigt at tegne en W&I-forsikring. Den integrerede analyse tager således udgangspunkt i de respektive muligheder, som sælger og køber opnår ved W&I-forsikringer samt sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning ved W&I-forsikringer.

Kapitel 5 er den endelig konklusion på, hvad opgaven havde til formål at undersøge. Konklusionen baseres på de tre delkonklusioner fra analyserne i Kapitel 2, 3 og 4.

Nedenstående figur angiver opgavens struktur.



Kapitel 2: Juridisk analyse

2.1 Indledning til den juridiske analyse

I den juridiske analyse vil det først blive belyst helt overordnet, hvordan sælger og køber sædvanligvis risikoafdækker i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, specielt ved brug af garantier og erklæringer. Efterfølgende vil det blive vurderet, i hvilket omfang sælger og køber kan afdække deres risici ved, at køber tegner en forsikring mod sælgers brud på overdragelsesaftalens garantikatalog gennem en W&I-forsikring. I den forbindelse vil der blive givet en beskrivelse samt foretaget en vurdering af, hvad denne type forsikring indebærer, hvordan sælger og købers retsstilling ændres af, at der tegnes en W&I-forsikring, samt hvordan processen for dens tegning typisk foregår. Afslutningsvist vil et konkret eksempel på en køberpolicy blive analyseret med hensyn til struktur og hovedindhold.

2.2 Risikoafdækning i forbindelse med virksomhedsoverdragelse

Der er typisk store risici forbundet med en virksomhedsoverdragelse for både sælger og køber, hvorfor det er relevant, at der foretages en effektiv risikoafdækning. For sælger gælder det om, at virksomheden overdrages, så køber ikke *efterfølgende* kan rejse krav mod sælger. For køber gælder det om, at risiciene ved virksomhedsoverdragelsen så vidt muligt afdækkes *inden* aftaleindgåelse, så de ikke senere dukker op som ubehagelige overraskelser.²¹

Sælger og køber indgår en overdragelsesaftale, der regulerer de forhold og betingelser, der skal være gældende i forbindelse med virksomhedsoverdragelsen. En overdragelsesaftale er som udgangspunkt underlagt aftalefrihed.²² Aftalefrihed indebærer, at sælger og køber som udgangspunkt frit kan aftale, hvad de vil, og aftalen kommer derved til at afspejle, hvad parterne er nået til enighed om.²³ Såfremt der er forhold, som sælger og køber ikke udtrykkeligt har taget stilling til i overdragelsesaftalen, og overdragelsen er underlagt dansk ret, er det dansk rets almindelige regler, der finder anvendelse og udfylder aftalen.²⁴

Overdragelsesaftalen bør dog specifikt regulere flest muligt af de juridiske forhold, som er relevante for virksomhedsoverdragelsen. Der bør blandt andet tages stilling til fordelingen af de risici, som opstår i forbindelse med transaktionen. I det omfang overdragelsesaftalen ikke tager stilling til fordelingen af risici

²¹ Hansen & Lundgren, 2014, s. 247-248

²² Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen. 2016, s. 40

²³ Andersen & Madsen, 2012, s. 19-20

²⁴ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 209

mellem sælger og køber, er udgangspunktet, at det er køber, der overtager risiciene i forbindelse med overtagelse af virksomheden, men såfremt sælger som led i forhandlingerne har afgivet garantier og erklæringer vedrørende bestemte forhold, kan risikoen omkring disse forhold meget vel forblive hos sælger.²⁵

2.2.1 Undersøgelser

Købers væsentligste risikoafdækning består som oftest af såkaldt due diligence, hvilket dækker over købers mere eller mindre omfattende undersøgelser af den virksomhed, der skal købes (herefter "targetvirksomheden"²⁶). Undersøgelserne kan omfatte stort set alle aspekter af targetvirksomheden, eksempelvis tekniske, økonomiske, juridiske eller medarbejderrelaterede forhold. Formålet med undersøgelserne er, at køber skal opnå indsigt i targetvirksomheden og dens drift og dermed et godt overblik over hvilke risici, der er forbundet med overtagelsen. Dette indebærer i mange tilfælde adgang til forretningshemmeligheder og andet fortroligt materiale. Udfaldet af købers due diligence undersøgelser har typisk stor betydning for, hvilken pris køber er villig til at betale for targetvirksomheden.²⁷ I virksomhedsoverdragelser af en vis størrelse vil køberen typisk i forbindelse med due diligence undersøgelserne, foruden sine egne interne specialister, benytte en række eksterne rådgivere så som advokater, revisorer, patentagenter, miljøteknikere og andre fagspecialister. Der kan være mange forskellige formål med tilknytningen af sådanne eksterne rådgivere, eksempelvis behovet for at inddrage lokalt branchekendskab eller objektiv teknisk indsigt. Generelt kan man sige, at de eksterne rådgivere typisk har en bedre viden end køber på mange af de områder, der skal undersøges.²⁸ Gyldigheden af dette udsagn vil dog til dels afhænge af, hvorvidt targetvirksomheden i forvejen opererer indenfor købers eksisterende og velkendte forretningsområder. Ofte inddrages de eksterne rådgivere i lige så høj grad på grund af deres større erfaring med selve M&A-processen eller slet og ret for at skabe en midlertidig "kapacitetsudvidelse" hos køber til at klare arbejdet med due diligence undersøgelserne, der som regel både er meget omfattende og foregår under et vist tidspres.

Due diligence undersøgelser starter ofte med købers gennemgang af dokumenter om targetvirksomheden i et såkaldt datarum.²⁹ Særligt i tilfælde, hvor det er sælger, der henvender sig til en eller flere potentielle købere eller måske ligefrem iværksætter en auktionslignende salgsproces, har sælger typisk på forhånd

²⁵ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 168 & 209

²⁶ Betegnelse "targetvirksomheden" anvendes heri, uanset om overdragelsen finder sted som en aktiehandel eller en overdragelse af aktiver

²⁷ Hansen & Lundgren, 2014, s. 45

²⁸ Rankine & Howson, 2006, S. 71-72

²⁹ Hansen & Lundgren, 2014, s. 249

forberedt et datarum med mængder af relevant materiale til due diligence undersøgelserne og en præsentation af targetvirksomheden. Der er typisk mulighed for, at de potentielle købere kan stille uddybende spørgsmål eller bede om supplerende materiale. Det kan også forekomme, at sælger ikke på forhånd har forberedt et datarum, eksempelvis i situationer hvor en interesseret køber af egen drift har henvendt sig til en virksomhedsejer, der ellers ikke gik i salgstanker. I sidstnævnte tilfælde bliver materialet typisk indhentet på baggrund af lister, som køber og købers rådgivere har udarbejdet.³⁰ Datarummet oprettes nu om dage som regel elektronisk/virtuelt med nøje styrede adgangskontroller og mulighed for at spore, hvem der har åbnet de enkelte dokumenter på hvilke tidspunkter. Der findes dog også fortsat eksempler på fysisk oprettede datarum, som indeholder kopier af alt relevant materiale, og som oftest er anbragt udenfor targetvirksomheden, eksempelvis hos sælgers advokatforbindelse. Datarummet opbygges i samarbejde mellem ansatte i targetvirksomheden, sælger og sælgers rådgivere. Med henblik på blandt andet at undgå interessekonflikter er targetvirksomheden og dens medarbejdere typisk ikke aktivt involveret alt for dybt i kontakterne til køber, men der er mulighed for, at køber kan møde targetvirksomhedens øverste ledelse, hvor der laves en præsentation af virksomheden, og hvor der er mulighed for, at køber og købers rådgivere kan stille spørgsmål. Parallelt med eller efter datarumsgennemgangen vil der blive givet adgang til yderligere due diligence undersøgelser, hvor køber og købers rådgivere kan besøge targetvirksomheden for at undersøge de fysiske forhold, møde udvalgte specialister, nøglemedarbejdere mfl.³¹

Såfremt køber i forbindelse med due diligence undersøgelserne bliver opmærksom på områder, der er forbundet med risici, vil køber herefter forsøge at få begrænset eller elimineret disse risici ved at afkræve sælger forskellige garantier og erklæringer, hvilket vil blive uddybet i afsnit 2.2.2. Dette gælder både områder, hvor der er en specifik viden omkring risikoen, og område, hvor man ikke har nogen specifik viden om en risiko, men hvor man generelt er opmærksom på, at der alligevel kunne være en risiko. Den viden, som køber har opnået ved due diligence undersøgelserne, vil dermed kunne bruges til at forhandle konkrete garantier og erklæringer i overdragelsesaftalen, ligesom den kan påvirke prisen på targetvirksomheden.³²

Det forekommer naturligvis, at der efter købers overtagelse af targetvirksomheden viser sig mangler, hvilket er tilfældet, når det købte ikke lever op til det aftalte, det oplyste eller det, som køber med rette kunne forvente. Købeloven (herefter KBL) kan som udgangspunkt anvendes på køb og salg af virksomheder,

³⁰ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 35

³¹ Hansen & Lundgren, 2014, s. 129-133 & 249

³² Howson, 2003, s. 26-30

eftersom det er reguleret i KBL § 1a, at loven finder anvendelse for alle køb, bortset fra køb af fast ejendom. KBL kan dog ikke anvendes på M&A-transaktioner i samme omfang, som hvis der var tale om køb af løsøre. Det er relevant at være opmærksom på, at KBL er deklaratorisk i forholdet mellem erhvervsdrivende, hvorfor sælger og køber kan aftale, at KBL ikke skal finde anvendelse på virksomhedsoverdragelsen. Bedømmelsen af, hvorvidt der foreligger en mangel, foretages typisk ud fra en helhedsbetragtning, hvilket indebærer, at det er den sammenhængende funktionelle enhed, der skal være mangelfuld. Hvorvidt der foreligger en mangel skal vurderes ud fra de almindelige obligationsretlige principper, som kommer til udtryk i KBL § 76. Det fremgår desuden af KBL § 42, at de misligholdelsesbeføjelser, der eventuelt kan gøres gældende af køber, er ophævelse, forholdsmæssigt afslag eller erstatning. KBL er mest egnet til situationer, hvor sælger og køber ikke udtrykkeligt har taget stilling til en bestemt situation, og da vil KBL muligvis kunne bruges som udfyldning og anvendes analogt.³³

Sælger har efter dansk rets almindelige regler en loyal oplysningspligt overfor køber. Såfremt der er forhold, om hvilke sælger bør indse, at de har væsentlig betydning for købers bedømmelse af købet, skal sælger aktivt oplyse køber om disse forhold. Oplysningsforpligtelsen påvirkes eller formindskes som udgangspunkt ikke af det helt overordnede faktum, at køber foretager due diligence undersøgelser. Hvorvidt sælger har opfyldt sin oplysningsforpligtelse eller ej afhænger derimod af, hvad køber konkret har undersøgt, og hvilke konkrete forhold sælger har opfordret køber til at undersøge nærmere. Såfremt en køber gør sælger opmærksom på, at køber ikke umiddelbart har tænkt sig at undersøge visse forhold nærmere, skal sælger specifikt gøre køber opmærksom på disse forhold, hvis de efter sælgers rimelige vurdering indebærer en risiko, som kunne have væsentlig betydning for købet.³⁴

§ 47 i KBL bestemmer, at såfremt køber forinden købsaftalens indgåelse har undersøgt det købte, eller køber uden skellig grund har undladt at efterkomme en opfordring fra sælger til at foretage en undersøgelse, så kan køber ikke efterfølgende gøre mangler gældende, som køber kunne eller burde have opdaget ved en sådan undersøgelse.³⁵ KBL's § 47 pålægger altså ikke køber en decideret undersøgelsespligt, men den tillægger det alligevel betydning, om køber har undersøgt konkrete forhold eller efter anmodning fra sælger har undladt at undersøge disse.

I UfR 2004.1784 H havde køber slet ikke havde foretaget due diligence undersøgelser og dermed som udgangspunkt accepteret betydelig risiko. Køber kunne dog alligevel hæve købet som følge af, at sælger i

³³ Hansen & Lundgren, 2014, s. 269-295 & Bilag 1, interview med Rikke Falsner (1), tid 13:10

³⁴ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 165-166

³⁵ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, 165

væsentlig grad havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt. Dommen kan formentlig bruges til at sige, at såfremt køber slet ikke foretager due diligence undersøgelser, så bør sælger være mere opmærksom på at oplyse om forhold af væsentlig betydning for køber. Dommen bekræfter desuden, at der ikke gælder en egentlig pligt for køber til at foretage due diligence undersøgelser for at kunne gøre mangelfølgelser gældende.

For at undgå efterfølgende tvister om rækkevidden og betydningen af sælgers loyale oplysningspligt og købers eventuelle undersøgelsespligt, eller om hvorvidt en mangel kan gøres gældende efter KBL, er det hensigtsmæssigt, at parterne så vidt muligt regulerer disse forhold ved indbyrdes aftale fremfor at sætte deres lid til mere generelle køberetlige bestemmelser. Dette sker ofte gennem konkret tilpassede garantier og erklæringer fra sælgers side vedrørende risici, forhold og eventualiteter. Effekten af sådanne garantier og erklæringer er, at sælger som udgangspunkt bliver ansvarlig for risiciene mv., hvad enten de eksisterede på tidspunktet for transaktionens gennemførelse eller indtræder efter transaktionens gennemførelse. Garantierne og erklæringerne i overdragelsesaftalens danner dermed grundlag for afgørelse af, hvilke mangler køber efterfølgende kan gøre gældende overfor sælger, hvorimod det kan være mere tvivlsomt at støtte sig op ad begreber som sælgers loyale oplysningspligt, købers undersøgelsespligt og mangler efter KBL.³⁶ I det følgende afsnit foretages en uddybning af garantier og erklæringer samt deres funktion og retsvirkninger.

2.2.2 Garantier og erklæringer

Det forhold, at sælger afgiver en garanti, betyder, at sælger på objektiv basis indestår for, at et bestemt forhold er på en bestemt måde, forbliver på en bestemt måde eller udvikler sig på en bestemt måde.³⁷ En garanti kan som udgangspunkt kun gøres gældende i tilfælde af, at køber på afgivelsestidspunktet ikke var positivt vidende om, at der allerede eksisterede eller fremover ville opstå et krav i henhold til garantien.³⁸ Ved garantier er det således sælger, der bærer risikoen for ukendte forhold. En garanti kan dog også afgives helt uden forbehold for købers viden og betegnes i så fald som en indeståelse, hvor sælger indestår for noget. En indeståelse er altså en undergruppe af garantier. Sælger kan også afgive en erklæring, hvilket sker med baggrund i sælgers viden eller den viden, som sælger burde have. For at køber kan påberåbe sig en erklæring, forudsætter det, at sælger har handlet culpøst eller imod bedre vidende. Ved erklæringer er det således køber, der som udgangspunkt bærer risikoen og bevisbyrden for ukendte forhold.³⁹

³⁶ Andersen, 1992, s. 146-148

³⁷ Hansen & Lundgren, 2014, s. 261

³⁸ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 169

³⁹ Hansen & Lundgren, 2014, s. 261

Både dækningsomfanget for garantier og erklæringer kan således begrænses af, at køber har kendskab til givne forhold. Købers due diligence undersøgelse kan dermed få stor betydning for dækningsomfanget af sælgers garantier og erklæringer. Købers due diligence undersøgelse og dermed købers viden vil derimod som udgangspunkt ikke få betydning for dækningsomfanget af sælgers indeståelser, da en indeståelse betragtes som en objektiv pligt til skadesløsholdelse.⁴⁰

Såfremt sælger afgiver en garanti om et forhold, er det tvivlsomt, hvorvidt en køber i realiteten er juridisk bedst tjent med helt at undlade at undersøge det relevante forhold, og dermed holde sig "bevidst uvidende". Dette dilemma hænger sammen med den ovenfor beskrevne tvivl omkring samspillet mellem sælgers loyale oplysningspligt og købers eventuelle undersøgelsespligt. Efter retspraksis pålægges køber en vis pligt til at se sig for, men dette gælder primært, når køber allerede har fået færten af en mulig mangel. Man kan måske udtrykke det på den måde, at når først køber begynder at undersøge et forhold, så skal det gøres ordentligt, og køber kan ikke stoppe halvvejs i sine undersøgelser i forvisning om, at der "jo alligevel er en garanti, som dækker forholdet".⁴¹ I UfR 2005.761 SH havde sælger tilsidesat sin oplysningsforpligtelse, men køber kunne ikke kræve erstatning eller hæve handlen, eftersom køber havde foretaget meget overfladiske due diligence undersøgelser, hvor køber på trods af forskellige advarselstegn og på trods af sælgers opfordring til at undersøge et forhold nærmere ikke havde gjort dette, selvom de relevante undersøgelser havde været lette at foretage.

Normalt fremgår garantierne og erklæringerne af et garantikatalog, som er et bilag til overdragelsesaftalen. Det er vigtigt, at garantikataloget formuleres præcist og detaljeret, da det ellers efterfølgende nemt kan føre til tvister. I den forbindelse er det relevant at slå fast, hvordan garantierne og erklæringerne begrænses. Garantier kan begrænses af købers viden, hvorfor det er relevant at fastslå, hvad "købers viden" indebærer. Det er i den forbindelse hensigtsmæssigt at definere, hvilke specifikke fysiske personers viden, der skal anses for at besidde købers viden. Derudover er det i henhold til erklæringerne relevant at regulere, hvad sælgers viden indebærer, og hvilke navngivne personers viden, der anses for at besidde sælgers viden. Sælger vil som udgangspunkt foretrække, at købers viden defineres, så køber ikke kan gøre garantier gældende vedrørende forhold, som sælger har oplyst om i due diligence undersøgelsen. Dette kaldes "general disclosures". Omvendt vil køber som udgangspunkt foretrække, at købers viden defineres,

⁴⁰ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 262

⁴¹ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 165

så garantier alene begrænses, såfremt sælger har oplyst om det specifikke forhold, og dette er angivet i forhold de enkelte garantier. Dette kaldes "specific disclosures".⁴²

For kort at illustrere det praktiske anvendelsesområde for sælgers garantier og erklæringer i M&A-transaktioner, gives hermed en (ikke-udtømmende) række eksempler på, hvad de kunne vedrøre⁴³:

- Sælgers garanti for rigtigheden af de salgstal, som sælger har oplyst vedrørende targetvirksomheden i en given periode forud for overdragelsen
- Sælgers garanti for kurans, kvalitet og kvantitet af et givent varelager, som køber overtager som led i transaktionen
- Sælgers garanti for gyldighed og rækkevidde af targetvirksomhedens immaterialrettigheder
- Sælgers garanti for, at en fast ejendom, som medfølger i transaktionen, ikke er ramt af miljøproblemer, for eksempel asbest- eller grundforurening
- Sælgers garanti vedrørende korrektheden af fremstillingsmetoder og –omkostninger for de produkter, som køber skal videreføre produktionen af efter transaktionen
- Sælgers garanti vedrørende udstedte eller forventede myndighedspålæg, for eksempel krav om tilbagekaldelse af produkter, skattekrav eller ændring af miljøgodkendelser
- Sælgers garantier vedrørende kapacitet, alder og funktionsduelighed af maskiner eller andet produktionsudstyr, som indgår i transaktionen
- Sælgers erklæringer om markedsforhold, for eksempel prisudvikling, anslåede markedsandele eller tredjeparters krænkelser af targetvirksomhedens egne immaterialrettigheder
- Sælgers erklæringer om igangværende eller forventede retssager imod targetvirksomheden

Såfremt der sker brud på garantierne og erklæringerne, kan køber som udgangspunkt påberåbe sig dette overfor sælger.⁴⁴ Køber får i den forbindelse et erstatningskrav mod sælger, og sælger skal betale erstatning til dækning af det lidte tab, men ikke nødvendigvis hele det lidte tab.⁴⁵ Det er således relevant at regulere, hvordan et tab som følge af brud på en garanti skal opgøres.⁴⁶ Praksis er, at sælger typisk kun dækker købers direkte tab, medmindre sælger har handlet groft uagtsomt eller omsætteligt.⁴⁷

⁴² Hansen & Lundgren, 2014, s. 254 & Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 168, 260-263

⁴³ Inspiration fra Hansen & Lundgren, 2014, s. 200-209; Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 253-258 & Andersen, 1992, s. 150-190

⁴⁴ Hansen & Lundgren, 2014, s. 262

⁴⁵ Andersen, 1992, s. 146 & 204.

⁴⁶ Hansen & Lundgren, 2014, s. 214

⁴⁷ Bilag 4, Interview med Jeppe Buskov, tid 22:47

I relation til dækningsomfanget for garantierne og erklæringerne er det tillige relevant at regulere andre begrænsninger. Garantier og erklæringer er ofte underlagt bagatelgrænser for, hvornår køber kan rette krav, og et krav kan dermed alene gøres gældende, hvis det har en vis størrelse. Det kan have karakter af en "selvrisiko inter partes" (men altså ikke selvrisiko i forsikringsteknisk forstand), som fratrækkes i købers krav.⁴⁸ Derudover vil der typisk være et maksimalt beløb ("cap"), som sælger kan tilpligtes at yde i erstatning. Endelig er der typisk bestemmelser om købers reklamationspligt og forældelse af krav, men disse vil ikke blive behandlet nærmere heri⁴⁹

Garantier og erklæringer er ofte ikke tilstrækkelig risikoafdækning i sig selv, da dækningen i praksis kan blive udhulet af sælgerens finansielle situation. Det kan eksempelvis være, at sælger ikke har de nødvendige finansielle midler til at møde et krav. Det er derfor nødvendigt at køber i tillæg til garantier benytter andre former for risikoafdækning.⁵⁰

Såfremt der er tvivl om, hvorvidt sælger i fremtiden kan honorere et berettiget erstatningskrav, kan det være fordelagtigt for køber, at en del af købesummen deponeres på en spærret konto ("escrow account"), som sælger ikke får adgang til i et bestemt tidsrum efter overdragelsen. Dette beløb udbetales som udgangspunkt først til sælger, når køber ikke længere kan rette krav mod sælger.⁵¹

Fokus for dette speciale – nemlig W&I-forsikringer – er en anden og nyere metode til at give køber øget beskyttelse. De dækker sælgers brud på garantikataloget, og forsikringsselskabet træder som udgangspunkt ind og overtager sælgers ansvar. Udover at beskytte køber økonomisk og juridisk har W&I-forsikringen dermed den fordel, at sælger ikke behøver at foretage hensættelser til dækning af fremtidige erstatningskrav.⁵²

W&I-forsikringer er blevet udbudt i en årrække, men de har haft svært ved at vinde indpas, såvel internationalt som blandt danske parter i M&A-transaktioner. Det skyldes, at der har været en vis skepsis og mange fordomme overfor denne forsikringstype blandt både købere og sælgere. For det første fandt man præmie- og selvrisikoniveauet for højt, og for det andet var der en forestilling om, at der var så mange juridiske og tekniske undtagelser til dækningen, at W&I-forsikringens reelle nytteværdi for parterne var

⁴⁸ Andersen, 1992, s. 208.

⁴⁹ Andersen, 1992, s. 201.

⁵⁰ Howson, 2003, s. 26

⁵¹ Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen, 2016, s. 39-40

⁵² Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1

yderst begrænset. Disse forhold sammenholdt med en bekymring for, at transaktionsprocessen ville blive forsinket af, at man skulle involvere forsikringsselskaberne og i visse tilfælde være afhængig af deres accept af aftalevilkårene, fik de fleste parter til på forhånd at afskrive W&I-forsikringen som en relevant form for risikoafdækning. Denne situation har ændret sig i de senere år, først internationalt og sidenhen også i Danmark hvor det ikke længere er usædvanligt at opleve tegning af W&I-forsikringer. Den ændrede holdning skyldes især, at det er blevet billigere at tegne forsikringerne, og derudover at der er kommet større viden og mere klarhed om forsikringernes reelle indhold.⁵³ Nedenfor vil der blive foretaget en mere detaljeret analyse af, hvad W&I-forsikringen indebærer.

2.3 Analyse af hvad W&I-forsikringer indebærer

W&I-forsikring⁵⁴ er en forsikringstype, der som udgangspunkt dækker sælgers brud på garantikataloget i en virksomhedsoverdragelse. En W&I-forsikring indeholder typisk bestemmelser om 1) den berettigede part til forsikringssummen, 2) økonomiske betingelser, dvs. dækningssum, forsikringspræmie og selvrisko, 3) juridiske betingelser, dvs. dækningsomfang og typer af krav samt 4) hvordan et krav rent praktisk skal håndteres.⁵⁵ Nedenfor bliver der foretaget en uddybning af de forskellige punkter med henblik på at fastlægge, hvad W&I-forsikringer indebærer. I beskrivelsen og vurderingen tages der udgangspunkt i, at W&I-forsikringen tegnes som en køberforsikring, dvs. med køber som forsikringstager og som den part, der skal tage et eventuelt opgør med forsikringsselskabet.

2.3.1 Den berettigede part til forsikringssummen

Såfremt køber tegner en W&I-forsikring, er køber den berettigede part til forsikringssummen. Forsikringsselskabet dækker som udgangspunkt det erstatningskrav, som køber får mod sælger, såfremt der sker et brud på garantikataloget.⁵⁶ Ansvar for brud overgår således til forsikringsselskabet, og køberen kan rette sit krav mod forsikringsselskabet. Køber behøver derved ikke at rejse krav mod sælger.⁵⁷ Kravet er direkte underlagt forsikringspolice og kun indirekte underlagt overdragelsesaftalen.⁵⁸

⁵³ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1

⁵⁴ "Warranties" dækker over garantier og erklæringer, Hansen & Lundgren, 2014, s. 166 (fodnote 2) Somme tider kaldes erklæringer i stedet "representation" og "Indemnity" dækker over indeståelser, Gianelli, Hjortsø, Petersen, Salling & Zeuthen. 2016, s. 258-259

⁵⁵ Von Barnekow, 2012, Plesner, s. 1 (note 2)

⁵⁶ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 1

⁵⁷ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

⁵⁸ Kornerup & Hagstrøm, 2016, Bech-Brun, s. 1

2.3.2 Dækningssum, præmie og selvrisko

Dækningssummen er det beløb, som køber tegner en forsikring for, og som køber maksimalt kan få dækket under forsikringen. Beløbet varierer fra M&A-transaktion til M&A-transaktion, men det ligger normalt et sted mellem 10-50 pct. af transaktionens enterprise value.⁵⁹ Mere præcist fremgår det af bilag 5 (s. 6), at erstatningsgrænsen i praksis typisk ligger mellem 15 og 35 pct. af enterprise value.

Som udgangspunkt har køber mulighed for at "købe" så meget forsikringsdækning, som der ønskes. Det er ikke nødvendigvis sådan, at forsikringsdækningen skal matche de "warranty caps" der er gældende i overdragelsesaftalen mellem sælger og køber.⁶⁰ Det er således ofte sådan, at forsikringsselskabet er villig til at dække længere perioder og med større maksimumbeløb end sælger.⁶¹

Forsikringspræmien er det beløb, som der skal betales til forsikringsselskabet, og den vil for W&I-forsikringer typisk ligge i intervallet mellem 1,0 og 2,5 pct. af dækningssummen. Dog skal man som minimum formentlig regne med en præmie på 50.000 euro.⁶² Af bilag 5 (s. 6) fremgår det nærmere, at såfremt dækningssummen ligger omkring 7-8 mio. euro, så er minimumspræmien i Europa mellem 45.000 euro og 85.000 euro. Praksis er, at sælger og køber typisk betaler halvdelen af forsikringspræmien hver.⁶³

I forbindelse med prisfastsættelsen af forsikringen spiller især følgende faktorer ind: 1) Selvriskoens størrelse, 2) garantiernes udformning, 3) targetvirksomhedens sektor, 4) geografiske og politiske risici, 5) parterne og deres rådgivere samt 6) hvor struktureret og veldokumenteret transaktionsprocessen har været, herunder hvor grundige due diligence undersøgelser der er foretaget.⁶⁴

W&I-forsikringer dækker typisk først et tab, når det overstiger et vist niveau af transaktionens enterprise value. Dette niveau omtales som "excess point", og det svarer til en selvrisko.⁶⁵ Førrend man kan opnå forsikringsdækning, skal selvriskoen altså eroderes eller "opbruges". Modsat hvad der gælder for mange andre typer forsikringer, skal selvriskoen dog kun eroderes én gang ved W&I-forsikringer. Selvriskoen gælder dermed ikke pr. krav men for summen af samtlige krav.⁶⁶

⁵⁹ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 1

⁶⁰ O'Brien, Roberts & Fassbach, 2014, Howden, s. 6

⁶¹ Von Barnekow, 2012, Plesner & AIG(2), 2016, s. 9

⁶² Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 2

⁶³ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 20:17

⁶⁴ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 2

⁶⁵ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 2

⁶⁶ Bilag 1, interview med Rikke Falsner (1), tid 9:07

Det fremgår af bilag 5 (s. 6), at der er en sammenhæng mellem selvriskoen og præmiens størrelse. Jo højere selvrisiko man accepterer, jo lavere er præmien. I relation til Norden, er det angivet, at man ved en præmie på 1,5-2 pct. af dækningssum typisk vil se en selvrisiko på omkring 0,5 pct. af enterprise value. Såfremt præmien er fastsat i intervallet 0,9-1,4 pct. af dækningssum, udgør selvriskoen typisk omkring 1 pct. af enterprise value.

En W&I-forsikring indeholder også en anden dækningsgrænse, som kaldes "de minimis". Dette begreb dækker over en form for "selvrisiko indenfor selvriskoen". Normalt er det således, at konkrete tab, som hver især er mindre end selvriskoen, kan akkumuleres og eventuelt medvirke til at passere selvriskoen på et senere tidspunkt. Dette gælder dog ikke tab og krav, som ligger under grænsen for de minimis, som aldrig kan komme til at indgå i en erstatningsberegning. Hensynet bag en sådan de minimis-grænse er et rimeligt og sundt ønske om at undgå en masse administration og omkostninger på grund af småkrav, som i praksis alligevel aldrig ville have påvirket parternes indgåelse af selve M&A-transaktionen. De minimis-grænsen varierer en del fra W&I-police til W&I-police⁶⁷, og såfremt køber ønsker den på et meget lavt niveau, kan det naturligvis påvirke præmien i opadgående retning..

Et eksempel, der viser selvriskoens funktion, er, at køber anmelder et krav på 900.000 kr., hvor selvriskoen er 700.000 kr. Grunden til, at køber anmelder kravet, er ikke udelukkende et ønske om at få 200.000 kr. i erstatning, (differencen mellem det konkrete tab og den generelle selvrisiko), men i lige så høj grad at få "opbrugt" selvriskoen én gang for alle, så der vil være fuld dækning fra krone 0, næste gang der måtte opstå et dækningsberettiget tab (over de minimis-grænsen). Når selvriskoen på denne måde er eroderet, skal kravet blot være over de minimis-grænsen, førend køber kan opnå dækning fra krone 0.⁶⁸

Et eksempel på samspillet mellem de minimis og selvrisiko er, at køber har en selvrisiko på 100.000 kr. og en de minimis-grænse på 10.000 kr. Såfremt køber oplever en konkret skade, som i princippet er dækningsberettiget, men som kun kan opgøres til 8.000 kr., kan køber slet ikke anmelde skaden til forsikringen eller på nogen vis medtage den i fremtidige krav og anmeldelser. Såfremt køber i stedet får fire konkrete skader på hhv. 10.000, 20.000, 60.000 og 10.000 kr., når man op på 100.000 kr., som var selvriskoen, og derfra begynder køber at kunne få forsikringsdækning.⁶⁹

⁶⁷ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 2

⁶⁸ Bilag 1, interview med Rikke Falsner (1), tid 9:07

⁶⁹ Bilag 2, interview med Tine Olsen, tid 9:28

2.3.3 Dækningsomfang

Forsikringspolice indeholder et "warranty schedule", som opremser hvorvidt et forhold fra overdragelsesaftalens garantikatalog er fuldt dækket, delvist dækket eller slet ikke dækket af forsikringen.⁷⁰ Udgangspunktet er, at alle forhold i garantikataloget kan dækkes, men der gælder typisk nogle helt standardmæssige undtagelser.

Der vil først blive foretaget en vurdering af de forhold, der typisk dækkes af W&I-forsikringen, og derefter vil der blive foretaget en vurdering af de forhold, der sjældent dækkes af forsikringen. Det er vigtigt at være opmærksom på, at nedenstående blot er det praktiske udgangspunkt, men at det naturligvis er muligt for parterne at aftale andre vilkår.

2.3.3.1 Forhold der typisk dækkes

W&I-forsikringer dækker som udgangspunkt det økonomiske tab, som en køber lider, såfremt de garantier, som sælger har afgivet i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, viser sig ikke at holde stik.⁷¹ Der er udviklet en praksis for, at forsikringerne også dækker købers indirekte tab, så længe tabet er adækvat.⁷² Dette kan være til en vis gavn i forhold til fremdriften i selve M&A-forhandlingerne, hvor sælger ellers ofte insisterer på kun at ville dække købers direkte tab.

Nedenfor gennemgås de forhold, der typisk bliver dækket af en W&I-forsikring.

2.3.3.1.1 Ukendte risici

Helt overordnet dækker en W&I-forsikring som udgangspunkt kun *ukendte* risici. Ukendte risici er de risici, som hverken sælger eller køber har specifik viden om, uden at dette udelukker de forhold, som parterne generelt ved, at der kan være en risiko forbundet med. Man kan også beskrive disse forhold som de "skjulte fejl" i købsaftalens garantikatalog og dermed de risici, som parterne ikke er blevet konkret opmærksomme på.⁷³ Modstykket hertil er de *kendte* risici, som typisk ikke vil være dækket af W&I-forsikringen, hvilket bliver vurderet senere.

⁷⁰ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma s. 2

⁷¹ AIG(1), 2016, s. 1

⁷² Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 22:47 & 26:06

⁷³ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1-2

2.3.3.1.2 Forhold der er undersøgt

Et forsikringsselskab vil typisk kun dække forhold, der er blevet undersøgt. Dokumentationen for due diligence undersøgelserne har dermed stor betydning i forhold til belysning og indkredsning af de risici, der er omfattet af forsikringsdækningen, og er dermed også indirekte med til at bestemme, hvilke risici der er ukendte.⁷⁴ Forsikringsselskabet har en del krav og forventninger til, at et garantidækket forhold er blevet beskrevet af sælger og undersøgt af køber, og forsikringsselskabet går på den baggrund ind og kontrollerer udfaldet af den due diligence, der er blevet gennemført. Forsikringsselskabet vurderer ud fra dette, om due diligence undersøgelserne efter deres opfattelse har været fyldestgørende, og om der er nogle særlige risikoområder, som de enten ønsker belyst ved yderligere undersøgelser, eller som de slet ikke ønsker at dække.

W&I-forsikringerne har dog i de senere år fået gradvist større og større dækningsomfang, så det ikke nødvendigvis er alle forhold, der skal undersøges helt til bunds. Da W&I-forsikringsproduktet oprindeligt kom på markedet, var det eksempelvis sådan, at hvis man havde et dansk moderselskab med datterselskaber i en række forskellige lande, skulle der være lokal advokat på i samtlige disse forskellige lande, førend forsikringen ville dække. Med tiden er det blevet tilstrækkeligt, at man alene har haft lokale advokater på i de væsentligste jurisdiktioner, hvilket er udtryk for, at forsikringsselskaberne er blevet mere pragmatiske og dækningen dermed potentielt er blevet bredere.⁷⁵

2.3.3.2 Forhold der typisk ikke dækkes

Såfremt der opstår et krav fra køber som følge af brud på garantikataloget, og forsikringen ikke dækker dette brud, så er sælger fortsat aftalemæssigt bundet af kravet fra køber.⁷⁶ Der er en række forhold, der generelt ikke dækkes forsikringsmæssigt, hvilket der vil blive redegjort for i det følgende.

2.3.3.2.1 Kendte forhold og kendte risici

W&I-forsikringen dækker som tidligere nævnt ikke de mangler, som den forsikrede part, altså køber, havde viden om ved forsikringspolicens ikrafttrædelse.⁷⁷ Det kan eksempelvis være mangler, som køber har

⁷⁴ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

⁷⁵ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 7:53

⁷⁶ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 2

⁷⁷ Kornerup & Hagstrøm, 2016, Bech-Brun, s. 5

opdaget under transaktionsforløbet, herunder forhold som er blevet blotlagt under due diligence undersøgelserne.⁷⁸

Forsikringen dækker som ligeledes nævnt heller ikke kendte risici. Kendte risici omfatter de forhold og risici, som køber havde en specifik viden eller konkret mistanke om senest ved aftaleindgåelsen. En kendt risiko opstår, når man som part får konkret anledning til at spekulere nærmere over, hvad risikoen ved et forhold er, og om det kan udvikle sig til et reelt tab. Selve det, at man får den konkrete mistanke om, at der kan være et problem, omdanner altså forholdet til en kendt risiko, der som udgangspunkt ikke dækkes af forsikringsselskabet.⁷⁹

Eftersom kendte forhold som udgangspunkt ikke dækkes, er det som allerede antydnet yderst relevant at fastslå, hvad der menes med "kendt" og med "viden" hos parterne. Til vurderingen af, hvorvidt bestemte forhold udgør "kendte risici", har due diligence dokumentationen stor betydning.⁸⁰ For at der ikke skal opstå tvivl herom, er det hensigtsmæssigt og sædvanligt at aftale, hvad der skal menes med viden. Man kan afgrænse viden, så den kun omfatter faktuel viden, eller så den omfatter "burde-viden". Derudover kan man afgrænse viden til kun at gælde for en bestemt personkreds.⁸¹ Det vil som tidligere antydnet typisk være sådan, at "viden" og dermed også kendte risici er begrænset til kendskabet hos specifikke medlemmer af ledelsen eller hos noglepersoner hos den sikrede, typisk CEO og/eller CFO. Derimod bør viden hos eksterne rådgivere ikke være omfattet.⁸²

Inden for de seneste år, er det faktisk i et vist omfang blevet muligt tillige at forsikre sig mod kendte risici. Dette forudsætter dog, at risikoen er tilstrækkelig lav, og at risikovurderingen er af høj kvalitet i forsikringsselskabets øjne. Denne mulighed kan være en fordel, da det ofte er kendte risici, der "stopper" en overdragelse.⁸³ Forsikring af kendte risici vil dog ikke blive undersøgt yderligere i nærværende speciale.

2.3.3.2.2 Fremadrettede garantier

Sælgers garantier og erklæringer, der vedrører fremadrettede forhold, kan som udgangspunkt heller ikke forsikres. Det kan eksempelvis dreje sig om købesumsreguleringer eller garantier for, at salgsbudgettet for

⁷⁸ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1

⁷⁹ Bilag 2, interview med Rikke Falsner (2), tid 3:20

⁸⁰ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

⁸¹ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 2

⁸² Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 6

⁸³ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 2

det kommende år kan realiseres.⁸⁴ Det kunne også tænkes, at kunder eller andre samarbejdspartnere skylder targetvirksomheden penge på overdragelsestidspunktet, og at sælger har garanteret, at debitorerne er betalingsdygtige, når gælden forfalder til betaling. Sådanne garantier, som nærmest har karakter af en kaution, kan heller ikke forsikres igennem en almindelig W&I-forsikring.⁸⁵ Et andet eksempel på manglende dækningsmulighed er garantier om, at der ikke er nogen truende retssager imod targetvirksomheden, da disse som det klare udgangspunkt anses som fremadrettede forhold.⁸⁶ Disse kan dog godt dækkes under bestemte forudsætninger.

2.3.3.2.3 Urigtige eller utilstrækkelige oplysninger

Urigtigt afgivne oplysninger fra køber eller sælger kan påvirke dækningsomfanget af en W&I-forsikring. Retsvirkningerne afhænger dog af, hvorvidt det er sælger eller køber, der har afgivet de urigtige oplysninger, hvorfor de to tilfælde vil blive behandlet separat nedenfor.

2.3.3.2.3.1 Urigtige eller utilstrækkelige oplysninger fra køber

FAL finder kun begrænset anvendelse på forholdet mellem køberen i M&A-transaktionen og forsikringsselskabet, eftersom en række af de ufravigelige beskyttelsesbestemmelser i FAL ikke gælder til fordel for forsikringstagere, som er erhvervsdrivende. Der er dog nogle af de mere almene principper i FAL, der finder anvendelse, heriblandt FAL §§ 4-10 om forholdet mellem forsikringstager og forsikringsselskabet, når førstnævnte har afgivet urigtige oplysninger eller undladt at afgive relevante oplysninger.

Såfremt forsikringstageren, altså i denne sammenhæng køberen i M&A-transaktionen, bevidst har udvist svig, er aftalen om W&I-forsikring ikke bindende for forsikringsselskabet efter FAL § 4, stk. 1. Dette gælder både aktiv og passiv svig overfor forsikringsselskabet, dvs. både i tilfælde af købers bevidste afgivelse af urigtige oplysninger og købers bevidste undladelse af at afgive relevante og fyldestgørende oplysninger, måske med henblik på at opnå forsikringsdækning på fordelagtigere vilkår eller for i det hele taget at opnå dækning.⁸⁷

FAL § 5, stk. 1, regulerer konsekvensen af urigtige oplysninger, hvor der ikke foreligger uagtsomhed hos forsikringstageren, dvs. hvor forsikringstageren hverken var klar over eller burde kende til det forkerte

⁸⁴ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 3

⁸⁵ Bilag 1, interview med Rikke Falsner (1), tid 1:48

⁸⁶ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 9:28

⁸⁷ Sørensen, 2015, s. 264-266

indhold. I dette tilfælde hæfter forsikringsselskabet, som om der ikke forelå en urigtig oplysning. Til gengæld giver det som udgangspunkt forsikringsselskabet mulighed for at opsige forsikringen med en uges varsel, jf. FAL § 5, stk. 2. Forsikringstager kan da risikere at blive opsagt uden selv at have været skyld i det, hvorfor det er hensigtsmæssigt for køberen at få indsat i W&I-forsikringen, at selskabets opsigelsesadgang er fraveget.⁸⁸

Situationen med afgivelse af urigtige oplysninger, hvor der foreligger uagtsomhed hos forsikringstageren, reguleres af FAL § 6, stk. 1. Såfremt forsikringstageren vidste eller burde vide, at den pågældende selv havde afgivet urigtige oplysninger, er forsikringsselskabet som udgangspunkt ikke bundet af den udstedte police. Det er dog forsikringsselskabet, der har bevisbyrden for, at de ikke ville have tegnet forsikringen eller ville have tegnet den på andre vilkår, såfremt de rigtige oplysninger havde foreligget. Såfremt denne bevisbyrde løftes, begrænses dækningen i overensstemmelse hermed, jf. FAL § 6, stk. 2.⁸⁹

§ 7 i FAL regulerer forsikringstagerens undladelse af at afgive relevante oplysninger. Forsikringstageren har ikke en generel oplysningspligt, men hvis forsikringstageren ved grov uagtsomhed udlader at give oplysninger, der har betydning for forsikringsselskabet, vil konsekvenserne være de samme som i FAL § 6. Beviskravene er dog større for forsikringsselskabet ved forsikringstagers undladelse af at afgive relevante oplysninger, end de er ved afgivelse af decideret urigtige oplysninger.⁹⁰

Urigtige oplysninger, der ikke har haft betydning for forsikringsselskabet, reguleres i FAL § 9, og de påvirker som udgangspunkt ikke dækningen. Såfremt der er afgivet urigtige oplysninger, der havde relevans for forsikringsdækningen, og forsikringsselskabet selv kendte eller burde kende til disse, er det tillige bestemt i FAL § 9, at forsikringsselskabet ikke kan påberåbe sig sådanne forhold overfor forsikringstageren. Forsikringsselskabet skal altså have udvist uagtsomhed, førend det kan miste sine beføjelser.⁹¹

Der gælder ikke en generel pligt for forsikringsselskaberne til at undersøge, om afgivne oplysninger er rigtige og fyldestgørende. I forbindelse med lige netop W&I-forsikringer har forsikringsselskabet dog i praksis en rimeligt aktiv rolle i relation til at belyse risikoen. Forsikringsselskabets vidensniveau må vurderes ud fra det tilgængelige materiale. Såfremt de urigtige oplysninger med rimelighed kan udledes af det

⁸⁸ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 2

⁸⁹ Sørensen, 2015, s. 268

⁹⁰ Sørensen, 2015, s. 277

⁹¹ Sørensen, 2015, s. 289-290

materiale, som forsikringsselskabet selv har haft adgang til, vil det formentlig ikke være muligt for forsikringsselskabet at påberåbe sig disse urigtige oplysninger.⁹²

Såfremt køberen ikke opfylder sine ovenstående pligter efter FAL, kan det medføre, at forsikringsaftalen bliver ugyldig, eller at nogle forhold ikke dækkes. Det er som nævnt forsikringsselskabet, der har bevisbyrden vedrørende de forhold, som kan ophæve eller begrænse dækningen. Due diligence dokumentationen kan bruges til afklaring af, om forsikringstageren har opfyldt sine oplysningspligter.⁹³ Det er dog i den forbindelse vigtigt at bemærke, at forsikringsselskabet ikke nødvendigvis har modtaget al relevant dokumentation, idet det sagtens kan tænkes, at køber har udeladt væsentlige forhold, der er opdaget i forbindelse med due diligence processen, enten fordi køber dengang ikke selv vurderede disse oplysninger som væsentlige, eller måske ligefrem bevidst udelod dem med det formål at forøge mulighederne for at tegne W&I-forsikringen på gunstigere vilkår.⁹⁴

2.3.3.2.3.2 Urigtige eller utilstrækkelige oplysninger fra sælger

Såfremt det er sælger, der afgiver urigtige oplysninger eller undlader at afgive oplysninger af betydning for forsikringsselskabets risikovurdering, får det ikke direkte betydning for forsikringsdækningen, da sælger ikke er forsikringstager i FAL's forstand. I så fald er udgangspunktet derfor, at forsikringsselskabet må leve op til dækningsomfanget overfor køber, og i stedet efterfølgende kan rette eventuelle regreskrav mod sælger.⁹⁵

W&I-forsikringer, der er tegnet af køber, indeholder ofte begrænsninger af forsikringsselskabets regresret mod sælger. Forsikringsselskabet kan typisk kun rejse krav mod sælger, såfremt sælger har udvist svig eller forsætligt har afgivet urigtige oplysninger. Der er ikke regreskrav ved grov uagtsomhed.⁹⁶ Bevisbyrden for at der foreligger svig er formentlig meget i meget svær at løfte i praksis.⁹⁷

2.3.4 Håndtering af krav

Såfremt køber lider tab som følge af sælgers brud på garantikataloget, kan køber, såfremt tabet er omfattet af W&I-forsikringen og behørigt dokumenteret, rette sit krav direkte mod forsikringsselskabet.⁹⁸

⁹² Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 3

⁹³ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

⁹⁴ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 3-4

⁹⁵ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 3

⁹⁶ Bilag 1, interview med Rikke Falsner (1), tid 15:43

⁹⁷ Bilag 3, Interview med Rikke Falsner (2), tid 7:55

⁹⁸ Von Barnekow, 2012, Plesner, s. 2

Anmeldelse af krav skal ske i henhold til bestemmelserne herom i W&I-forsikringspolice, hvor anmeldelsesfristen oftest er beskrevet som "as soon as reasonably practicable". Såfremt tabet forøges på grund af for sen anmeldelse, vil der ikke være dækning af denne tabsforøgelse.⁹⁹

Køber har en almindelig tabsbegrænsningspligt overfor forsikringsselskabet, hvilket blandt andet indebærer, at køber skal afgive de oplysninger, som forsikringsselskabet med rimelighed kræver for at kunne bedømme og begrænse tabet, og køber må ikke, uden at det er forhåndsgodkendt af forsikringsselskabet, indgå forlig med eventuelle tredjeparter.¹⁰⁰

Forsikringsselskabet dækker typisk købers forsvarsomkostninger, hvilket kan være købers udgifter til advokathjælp i forbindelse med en skade.¹⁰¹ Forsikringsselskabet vil som udgangspunkt også betale sagsomkostningerne, selvom et brud efter nærmere juridisk prøvelse viser sig ikke at være dækket af forsikringen. Denne form for "retshjælp" er således et væsentligt element i forsikringen.¹⁰²

2.4 Analyse af processen for tegning af en W&I-forsikring

I forbindelse med vurderingen af W&I-forsikringer, er det relevant at se nærmere på tegningsprocessen herfor. En W&I-forsikring, der tegnes af køber, kan overordnet set tegnes på tre forskellige måder.¹⁰³

Den første mulighed er, at køber tegner W&I-forsikringen på egen hånd. Sælger er i princippet ikke involveret, men på et passende tidspunkt under M&A-forhandlingerne, skal forsikringen afspejles i købsaftalen mellem sælger og køber, og dér kommer sælger og ikke mindst sælgers advokat ind i processen, når der skal sikres sammenhæng og konsistens mellem overdragelsesaftalen og forsikringspolice. Denne type W&I-forsikring er ikke særligt almindelig.

En anden mulighed er, at sælger kontakter en forsikringsmægler, der kommer med nogle forskellige forsikringstilbud. Sælger har dermed arrangeret, at der er mulighed for en W&I-forsikringsløsning, men på et passende sted i processen vender denne over til at være en køberforsikring, som købers advokat forhandler færdig direkte med forsikringsselskabet.

⁹⁹ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 4

¹⁰⁰ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 3

¹⁰¹ Bilag 1, interview med Rikke Falsner (1), tid 24:12

¹⁰² Bilag 2, interview med Tine Olsen, tid 20:50

¹⁰³ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 4:03

Den sidste mulighed er, at det er en helt sælgerstyret proces. Sælger skaffer en forsikring, lægger den på bordet og kræver, at det er den, som skal gælde. Det er dog formelt set køber, der udtager forsikringen, selvom dens vilkår oprindeligt er blevet færdigforhandlet af sælger. Denne type W&I-forsikring forekommer typisk i en M&A-proces, hvor sælger står i en stærk forhandlingsposition, og hvor der er flere mulige købere til targetvirksomheden.

Hvad enten processen startes af sælger eller af køber, kan den deles op i tre overordnede stadier. Hvilken af parterne, der gør hvad, og hvilket tidspunkt dette sker på, er dog meget situationsafhængigt.¹⁰⁴ De 3 overordnede stadier, som processen kan opdeles i, vurderes i det følgende.

2.4.1 Første stadie – uforpligtende indikation/tilbud

Det fremgår af bilag 5, at det første stadie typisk tager 2-3 arbejdsdage, og at det kan deles op i følgende delfaser:

- 1) Forsikringsmæglerens gennemgang og analyse af transaktionsdokumentationen
- 2) Henvendelse til et eller flere forsikringsselskaber med fremlæggelse af transaktionen og dens omstændigheder for forsikringsselskaberne
- 3) Udarbejdelse af ikke-bindende tilbud fra forsikringsselskaberne

Den første delfase indebærer, at den part, der ønsker, at der skal tegnes en W&I-forsikring, kontakter en forsikringsmægler og i den forbindelse videregiver nogle basale oplysninger omkring transaktionen. Det gælder eksempelvis information om targetvirksomhedens branche, geografiske placering, forventede værdi og den ønskede forsikringssum. Forsikringsmægleren kan på dette grundlag give sin kunde en indikation af mulighederne for overhovedet at opnå en W&I-forsikring, herunder hvilke supplerende oplysninger forsikringsmægleren forventer, at forsikringsselskaberne vil udbede sig, ligesom mægleren som regel vil være i stand til at anslå et omtrentligt præmieniveau.¹⁰⁵

Den anden delfase indebærer, at forsikringsmægleren indhenter indikationer om præmie og overordnede dækningsvilkår fra forskellige forsikringsselskaber. Forsikringsselskaberne vil i den forbindelse kræve mere detaljeret information om targetvirksomheden. Det kunne i første omgang eksempelvis være "information memorandum", reviderede årsregnskaber, indholdsfortegnelse over datarummet samt en oversigt over garantikataloget og dermed over, hvilke garantier og erklæringer parterne på dette tidspunkt af M&A-

¹⁰⁴ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 2

¹⁰⁵ Stubbjær Andersen, 2013, Willis, s. 3

forhandlingerne er blevet enige om at lade indgå i overdragelsesaftalen.¹⁰⁶ Gennem forsikringsselskabernes indikationer opnås et indtryk af, hvordan de vil tilbyde at forsikre garantikataloget og til hvilke anslåede præmier samt niveauet for selvrisiko.¹⁰⁷

Den tredje delfase indebærer, at forsikringsmægleren systematisk opstiller og sammenligner de tilbud på præmier og vilkår, som forsikringsselskaberne har udarbejdet. Forsikringsmægleren anbefaler herefter typisk sin kunde, hvilket forsikringsselskabs tilbud, der bør vælges.¹⁰⁸

2.4.2 Andet stadie – underwriting

Ifølge bilag 5 tager det andet stadie typisk 4-10 arbejdsdage, som ligeledes kan opdeles i tre delfaser:

- 1) Meddelelse til det foretrukne forsikringsselskab
- 2) Underwriting proces
- 3) Underwriting opkald

Den første delfase indebærer, at så snart man har valgt et forsikringsselskab at gå videre med, skal der laves en mere detaljeret analyse af risikoen. Forsikringsselskabet skal have supplerende oplysninger i forhold til dem, der allerede er afgivet. Forsikringsselskabet undersøger det senest foreliggende udkast til overdragelsesaftalen med tilhørende garantier, sælgers Disclosure Letter og købers due diligence rapporter nærmere.¹⁰⁹ W&I-forsikringens dækningsomfang kommer især til at afhænge af resultatet og omfanget af gennemført due diligence holdt op imod garantikataloget.¹¹⁰

Forsikringsselskabet overtager som udgangspunkt forsikringstagerens risiko, hvorfor de almindelige forsikringsretlige principper finder anvendelse. Der gælder som tidligere nævnt en oplysningspligt for forsikringstageren overfor forsikringsselskabet, hvilket indebærer, at risikoen skal præsenteres på en retvisende måde, og at de oplysninger, som er relevante for forsikringsselskabet, skal tilvejebringes.¹¹¹

Forsikringstagerens oplysningsforpligtelse, bliver normalt opfyldt ved, at forsikringsselskabet får adgang til de foreliggende due diligence rapporter. Derudover vil forsikringsselskabet ofte bede om egen adgang til datarum og lignende. En del af oplysningspligten bliver opfyldt ved, at forsikringstageren giver en "no

¹⁰⁶ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 3

¹⁰⁷ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 4

¹⁰⁸ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 3

¹⁰⁹ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 3

¹¹⁰ Kornerup & Hagstrøm, 2016, Bech-Brun, s. 3

¹¹¹ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 2

claims declaration" til forsikringsselskabet, hvilket sker i forbindelse med "signing" og "closing" af overdragelsesaftalen.¹¹²

Når et forsikringsselskab er blevet valgt, vil de typisk gennemføre deres egen komprimerede due diligence undersøgelse, hvilket indebærer en gennemgang af de overordnede transaktionsdokumenter samt af købers due diligence rapporter. Med udgangspunkt i disse oplysninger vurderer forsikringsselskabet transaktionens kompleksitet, transaktionens omfang, sektoren, dækningen og købers risici. Såfremt forsikringsselskabet herefter er tilfreds, kan det tilbyde forsikringen til køber.¹¹³

Den anden delfase indebærer, at der sker forhandlinger omkring forsikringens detaljerede indhold. Forsikringsselskabet fremlægger et tilbud, der indeholder forsikringsvilkår og -præmie. Dernæst skal forsikringstageren med bistand fra advokat og forsikringsmægler indgå i forhandling omkring disse punkter. Hver gang der sker relevante ændringer i transaktionsdokumenterne, skal disse meddeles til forsikringsselskabet.¹¹⁴

Den tredje delfase indebærer, at der holdes et "underwriter's call" (typisk et telefonmøde) mellem forsikringsselskabet, forsikringstager og de involverede rådgivere, herunder ikke mindst forsikringsmægleren. Forsikringstageren, dvs. typisk køber, gennemgår ved denne lejlighedselvé rationalet for transaktionen. Derudover gennemgås hovedkonklusionerne fra due diligence, status af forhandlingerne mellem sælger og køber, samt de områder som forsikringsselskabet har haft svært ved at forstå og forholde sig til. Baggrunden for samtalen er, at forsikringsselskabet vil have sikkerhed for, at transaktionen bliver gennemført på en professionel måde, og at forsikringsselskabet ikke ender med at blive udnyttet som "parkeringsplads" for sælger og købers uløste problemer.¹¹⁵ Hovedformålet med "underwriter's call" er således at udspørge forsikringstageren om transaktionen og den videre proces, og såfremt forsikringsselskabet herefter ikke er bekymret, kan dækningen bekræftes ganske kort tid efter.¹¹⁶

2.4.3 Tredje stadie – bindende indikation

Det tredje overordnede stadie består ifølge bilag 5 af bindende tilbud og placering af police på vegne af den forsikrede. Dette stadie tager typisk kun en enkelt dag, da alt forarbejdet er gjort.

¹¹² Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 3

¹¹³ Ferera & Tingle, 2016, Jones Day, s. 2

¹¹⁴ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 4

¹¹⁵ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 4

¹¹⁶ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 3

I praksis bliver forsikringsaftalen som regel underskrevet, samtidig med at overdragelsesaftalen underskrives. Det er dermed typisk sådan, at policen tegnes ved "signing" og træder i kraft og betales ved "closing" af transaktionen.¹¹⁷ Der sker desuden typisk dét, at forsikringstager ved "signing" skal underskrive en bekræftelse på, at pågældende ikke er bekendt med garantibrud. Forsikringstager afgiver en tilsvarende erklæring ved "closing".¹¹⁸

2.5 Analyse af eksempel på vilkårene i en køberpolice

Nedenfor gennemføres en analyse af de væsentligste elementer og generelle vilkår, som en W&I-køberpolice typisk består af. Analysen tager udgangspunkt i bilag 6, der er et eksempel på en standardmæssig køberpolice. Fordelen ved at operere på baggrund af en sådant standardiseret dokument er dels, at det i sig selv udtrykker en rimelig balance mellem hhv. forsikringstagers og forsikringsselskabets pligter og rettigheder, og dels at man langt hurtigere kan få W&I-forsikringen forhandlet på plads, således at selve M&A-transaktionen ikke forsinkes unødigt.

Når der i de følgende afsnit henvises til et "Item" eller en "artikel", er der tale om bestemmelser i den i bilag 6 gengivne køberpolice.

2.5.1 Grundelementer i forsikringspolice

Forsikringspolice består af nogle grundelementer heriblandt en definition af parterne i forsikringsaftalen, altså en juridisk beskrivelse af, hvem der er henholdsvis forsikringsselskab og forsikringstager, jf. Item 1. Forsikringstageren vil i tilfælde af en køberforsikring naturligvis være lig med køberen i den underliggende M&A-transaktion.

Der er desuden bestemmelser om dækningens løbetid i forsikringspolicens Item 3, hvor der angives henholdsvis startdato og udløbsdatoer for de forskellige dele af dækningen. Derudover reguleres blandt andet forsikringens samlede dækningssum, selvriskoens størrelse, præmien og forsikringsmæglerens betaling, jf. Items 4-7.

Der er tillige krydshenvisning til relevante bilag, som udgør integrerede dele af forsikringspolice. Det drejer sig om "Cover Spreadsheet", "No Claims Declaration", "Form of Assignment", "Transaction

¹¹⁷ Kornerup & Hagstrøm, 2016, Bech-Brun, s. 3

¹¹⁸ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

Documents” og “Disclosure Letter”. “Cover Spreadsheet” er en oversigt over dækningssum, selvrisko, de minimis og varighed i relation til de enkelte tabstyper. “No Claims Declaration” indebærer, at køberen bekræfter, at vedkommende på tidspunktet for underskrivelse af overdragelsesaftalen ikke har kendskab til overtrædelser af aftalens garantier og erklæringer, udover hvad der allerede er blevet behørigt oplyst til forsikringsselskabet. “Form of Assignment” er dér, hvor køber på forhånd transporterer købers erstatningskrav mod sælger til forsikringsselskabet, således at dette formelt kan gøre regres mod sælger.

2.5.2 Definitioner og fortolkningsregler

Artikel 1.1 definerer de mest relevante udtryk, som anvendes igennem forsikringspolice. Definitionerne hjælper til med at sikre, at parterne har samme forståelse af begreberne. Det er eksempelvis defineret, at “Actual Knowledge” indebærer personlig viden hos specifikke personer hos køber men ikke hos købers rådgivere. Denne definition medvirker blandt andet til at undgå tvivl i forbindelse med fortolkningen af art. 6.1, der vurderes længere nede.

Forsikringspolicens fortolkningsprincipper er fastlagt i artikel 1.2 og indebærer blandt andet (ii), at policen ikke skal fortolkes til særlig fordel for nogen af parterne, uanset hvem der har udarbejdet den. Dette er en undtagelse til det normale udgangspunkt, nemlig koncipistreglen ifølge hvilken uklare vilkår skal fortolkes imod den part, der har udformet hele kontrakten eller har haft størst indflydelse på dens tilblivelse.¹¹⁹

2.5.3 Betingelser for dækningens ikrafttræden

I henhold til artikel 2.1., er der nogle betingelser, der skal være opfyldt for dækningens ikrafttræden. Den første betingelse er, at der skal være sket “closing” i den underliggende M&A-transaktion. Derudover skal forsikringspræmien være indbetalt, og som en tredje betingelse skal policen være underskrevet. En fjerde betingelse er, at køber har underskrevet den ovenfor omtalte “No Claims Declaration”.

Konsekvenserne af policens manglende ikrafttræden er reguleret i artikel 2.2, herunder først og fremmest at forsikringsselskabet er uden ansvar. Derudover medfører den manglende ikrafttræden, at en eventuel betalt præmie skal returneres.

¹¹⁹ Andersen & Madsen, 2012, s. 371-374

2.5.4 Basale dækningsvilkår

I artikel 3.1 er selve forsikringsselskabets dækningspligt fastsat. Det bestemmes således, at forsikringsselskabet i henhold til forsikringspolicens vilkår, betingelser og begrænsninger, skal skadesløsholde køber eller betale tredjepart på købers vegne i relation til alle dækningsberettigede tab.

Køber, der er den dækningsberettigede, kan rette sine krav direkte mod forsikringsselskabet og behøver således principielt ikke at indlede dialog eller sag i forhold til sælger, jf. artikel 3.2.

Artikel 3.4 fastslår for god ordens skyld, at der ikke skal betales erstatning udover den aftalte maksimumdækning.

2.5.5 Principper om beregning af tab og forsikringskrav

Artikel 4.1 præciserer hvilke elementer, der indgår i tabsberegningen. Tab består af det pengebeløb, som køber ville kunne kræve af sælger for brud på sælgers garantiforpligtelser. Dertil lægges sagsomkostninger, mens der fratrækkes eventuel dækning fra anden side.

Artikel 4.3 regulerer, at dækningen er begrænset til økonomisk compensation, hvilket indebærer, at forsikringsselskabet som udgangspunkt ikke har nogen pligt til betale for købers juridiske skridt med henblik på at søge forbud, umiddelbar fagedforretning eller lignende retslige skridt.

2.5.6 Selvrisiko

Selvrisikoen er reguleret i artikel 5. Ifølge artikel 5.1 begynder forsikringsselskabets udbetaling af erstatning først, når selvrisikoen er fuldt ud eroderet. Hvordan man "opbruger" selvrisikoen er reguleret i artikel 5.2, nemlig gennem anmeldelse af dækningsberettigede tab (som hver især overstiger en eventuel de minimis-grænse).

2.5.7 Undtagelser til dækning

Særlige typer af krav, der undtages fra dækningen, fremgår af artikel 6.1. Det er ifølge pkt. (i) og (ii) krav, som vedrører garantier, der helt eller delvist er undtaget fra dækningen ifølge Cover Spreadsheet. Derudover undtages i pkt. (iii) krav, som udspringer af forhold som et "transaction team member" hos køber havde kendskab til inden policens ikrafttræden.

Ydermere undtages krav, hvis opståen kunne forudses i henhold til oplysninger afgivet i "Transaction Documents" eller i sælgers "Disclosure Letter", jf. artikel 6.2.

2.5.8 Proces for hvordan køber rejser krav overfor forsikringsselskabet

Det er fastsat i artikel 7, hvordan processen er for købers anmeldelse og rejsning af krav overfor forsikringsselskabet. Anmeldelsesprocessen skal følges, jf. artikel 7.1 og indeholder blandt andet formelle krav til underskrifter og tidsfrister. Køber skal blandt andet afgive et "claim notice", dvs. som minimum en kortfattet skriftlig anmeldelse, til forsikringsselskabet så hurtigt som muligt ("as soon as reasonably practicable") efter at køber er blevet opmærksom på tabet, jf. artikel 7.2.

Artikel 7.3 indeholder nogle krav til anmeldelsens indhold. Der skal blandt andet fremgå relevante fakta og omstændigheder omkring kravet i tilstrækkelige detaljer til, at forsikringsselskabet kan bedømme anmeldelsens berettigelse.

Ifølge artikel 7.4 bliver forsikringsselskabet ved for sen anmeldelse af et tab som udgangspunkt ikke ansvarlig for dette, ligesom et for sent anmeldt krav ikke kan bruges til at erodere selvrisikoen.

Artikel 7.6 medfører, at forsikringsselskabet har pligt til at tage stilling til kravet "as soon as reasonably practicable", men derudover bestemmes det, at forsikringsselskabet har mulighed for at kræve yderligere oplysninger, såfremt det ikke er muligt for forsikringsselskabet at vurdere kravet på det foreliggende grundlag.

Det fastslås i artikel 7.7, at forsikringsselskabet har ret til at deltage i behandlingen af retssager og forligsforhandlinger vedrørende krav fra tredjepart. I den anledning har køber en række specifikke oplysningsforpligtelser i forhold til forsikringsselskabet. Artikel 7.8 bestemmer, at såfremt køber nægter at medvirke til et forlig, som både forsikringsselskabet og tredjepart finder acceptabelt, kan køber ganske vist vælge at videreføre sagen, men i så fald begrænses forsikringens dækning i et omfang svarende til, at forliget rent faktisk var blevet indgået.

2.5.9 Sagsomkostninger

Artikel 8.1 fastlægger, hvad dækningsberettigede sagsomkostninger inkluderer, nemlig den del af tabet, der udgøres af gebyrer, omkostninger og udgifter for selskabet i undersøgelser, forsvar eller appel overfor en

tredjepart. Der gælder et grundlæggende krav om, at sagsomkostninger skal være rimelige ("reasonable"). Det angives desuden, at forsikringstagers interne sagsomkostninger ikke dækkes. Dette gælder eksempelvis lønninger til de medarbejdere, der som en del af deres job er med til at håndtere konflikten mod tredjepart.

Det angives i artikel 8.3, at forsikringsselskabet ikke har nogen pligt til aktivt og direkte at forsvare køber mod krav rettet af tredjeparter eller på nogen måde at optræde som part i sådanne sager.

2.5.10 Købers generelle pligter

Køber har nogle generelle pligter, nemlig dels en tabsbegrænsningspligt og dels en pligt til rettidigt at tage alle nødvendige juridiske forbehold overfor tredjepart, jf. artikel 9.1. Køber har desuden en pligt til at opbevare relevant dokumentation i en given periode, jf. artikel 9.2. Ydermere bestemmer artikel 9.3, at såfremt køber har tegnet andre forsikringer, som dækker det relevante tab, så dækker W&I-forsikringen ikke. Såfremt der sker et brud på artikel 9.1-9.3, medfører det ikke automatisk et fuldstændigt bortfald af købers dækning, men det kan efter omstændighederne medføre en nedjustering af kravet, jf. artikel 9.4.

2.5.11 Regresret

Forsikringsselskabets regresret fremgår af artikel 10. Udgangspunktet efter artikel 10.1 er, at forsikringsselskabet indtræder i købers rettigheder mod sælger og tredjepart, når der er udbetalt erstatning under policen. Der gælder dog en vigtig undtagelse til dette udgangspunkt, idet artikel 10.1 fastslår, at forsikringsselskabet kun indtræder i rettigheder mod sælgeren, såfremt sælger har handlet svigagtigt.

Køber skal ikke overraskende selv betale den del af sagsomkostningerne, som måtte opstå som følge af modkrav rejst af tredjepart, når sådanne modkrav ikke udspringer af samme omstændigheder som købers egne dækningsberettigede krav, jf. artikel 10.4.

2.5.12 Øvrige bestemmelser

Der gælder også et forbud imod, at køber accepterer ændringer i transaktionsdokumenterne uden forsikringsselskabets forudgående accept, medmindre sådanne ændringer ikke forringer forsikringsselskabets stilling, jf. herved artikel 11.1.

Det er præciseret i artikel 11.5, at policen, inklusiv de bilag der henvises til, udgør køber og forsikringsselskabets samlede aftalegrundlag i relation til den tegnede W&I-forsikring. Såfremt der skal ske ændringer i policen, kræver det skriftlig enighed, jf. artikel 11.4.

2.6 Konklusion på juridisk analyse

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, foretager køber stort set altid en række undersøgelser af targetvirksomheden for at identificere de risici, der er forbundet med virksomhedsoverdragelsen. Ud fra disse undersøgelser vil køber ofte kræve garantier og erklæringer om, at noget er på en bestemt måde, forbliver på en bestemt måde eller udvikler sig på en bestemt måde. Såfremt der sker et brud på garantikataloget, er sælger som udgangspunkt erstatningsansvarlig overfor køber. Køber kan tegne en W&I-forsikring, der dækker en række af sælgers brud på garantikataloget. Køber kan derefter i stedet rette sine opståede erstatningskrav mod forsikringsselskabet. W&I-forsikringer dækker som udgangspunkt kun ukendte risici, som er de situationer, hvor sælger og køber ikke har nogen specifik viden eller mistanke om mangler eller risici. Det er desuden en betingelse for dækning, at der er foretaget tilstrækkelige due diligence undersøgelser. Forsikringen dækker op til forsikringssummen, men førend der kan ske udbetaling af erstatning, skal hele selvriskoen eroderes, samtidig med, at de enkelte tab skal være over de minimisgrænsen. Forsikringen dækker som udgangspunkt ikke, hvis køber i forbindelse med forsikringstegningen har givet urigtige eller ufyldestgørende oplysninger til forsikringsselskabet. Såfremt sælger har udvist svig, dækker forsikringen som udgangspunkt fortsat overfor køber, men forsikringsselskabet har i så fald regresret overfor sælger.

Kapitel 3: Økonomisk analyse

3.1 Indledning til den økonomiske analyse

Den økonomiske analyse har til formål at analysere, hvorvidt det forhold, at der tegnes en W&I-forsikring i en M&A-transaktion, påvirker sælger og købers optimale strategier, herunder hvorvidt W&I-forsikringer får sælger og køber til at foretage flere eller færre undersøgelser af targetvirksomheden eller får sælger til at afgive flere eller færre garantier og erklæringer i overdragelsesaftalen. Dette indledes ved først at undersøge sælger og købers optimale strategier for risikoafdækning, hvor der ikke tegnes en W&I-forsikring. Efterfølgende vurderes sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning, når der rent faktisk tegnes en W&I-forsikring, hvilket gør det muligt at foretage en vurdering af, hvorvidt en W&I-forsikring påvirker sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning.

I relation til risici skelnes der mellem kendte og ukendte risici. Kendte risici foreligger i de situationer, hvor sælger og/eller køber har en specifik viden om en risiko eller en mangel ved targetvirksomheden. De ved, at der muligvis eller sandsynligvis er noget galt i den forstand, at de har en begrundet mistanke herom. Der findes også risici, hvor hverken sælger eller køber har nogen specifik viden eller mistanke, men hvor de blot helt overordnet er bevidste om, at der *kunne* eksistere nogle ikke nærmere konkretiserede eller kvantificerede risici. Disse risici kaldes for ukendte risici, fordi der mangler en konkret forbindelse til targetvirksomheden. Sondringen mellem kendte og ukendte risici er højst relevant, da W&I-forsikringer som udgangspunkt kun dækker de ukendte risici.

3.2 Grundlæggende teori

Der vil indledningsvist blive foretaget en præsentation af de økonomiske teorier, der finder anvendelse i den økonomiske analyse. Efterfølgende vil de blive anvendt på selve specialets emne.

3.2.1 Principal-agent-teorien

Principal-agent-teorien vedrører forholdet mellem en principal og en agent. Der er typisk et over – og underordningsforhold mellem principalen og agenten, hvor principalen er den overordnede i forhold til agenten. Principal-agent-teorien er specielt relevant, når der foreligger asymmetrisk information imellem parterne. Det forholder sig typisk sådan, at principalen har færre oplysninger omkring agenten og agentens handlinger, end agenten selv har, og denne asymmetriske information kan føre til, at agenten forfølger egne interesser, uden at principalen opdager dette. Det gælder på den baggrund om at udforme en

incitamentsforenelig kontrakt, som medfører at agenten ikke udelukkende forfølger egne interesser men også handler i principalens interesser.¹²⁰

I principal-agent-teorien sondres der mellem to former for asymmetrisk information. Den ene er Adverse Selection, der betegner det forhold, at der er skjult information, før der indgås en kontrakt mellem agenten og principalen.¹²¹ Såfremt der er asymmetrisk information, hvor en sælger har mere information end køberen, kan der opstå en situation som i "Market for Lemons". I "Market for Lemons" vil køber gerne købe en bil, men der kan være kvalitetsforskel, og køber har ikke information til at bedømme, hvorvidt det er et godt køb, eller om det er en bil med skjulte fejl ("lemons"). Eftersom køber ikke har alle de relevante oplysninger herom, vil køber som udgangspunkt prissætte ud fra gennemsnitlige mangler. Eftersom køber som udgangspunkt "kun" er villig til at betale gennemsnitsprisen, vil de sælgere, der tilbyder gode biler, formentlig trække sig fra markedet, da de ikke kan få en høj nok pris for bilen. Når køber bliver opmærksom på dette, vil det føre til, at den gennemsnitspris, som køber er villig til at betale, falder yderligere. Sådan bliver det ved, og det ender til sidst med, at markedet bryder sammen. Skjult information kan dermed resultere i tab for både principalen og agenten, da det i sidste ende kan medføre, at der ikke indgås flere handler. Dette kan blandt andet løses ved, at sælger afgiver garantier. Når sælger afgiver en garanti, sker der en vis risikofordeling, Såfremt sælger ikke taler sandt om et garantidækket forhold, er det ikke længere købers risiko men derimod sælgers risiko, og køber har på den baggrund en formodning om, at sælger kun vil afgive en garanti, såfremt det er et godt produkt. Sælgers information bliver dermed mere troværdig, idet en garanti er et signal om god kvalitet eller en specifik egenskab.¹²²

Den anden form for asymmetrisk information, som kan foreligge efter principal-agent-teorien, er Moral Hazard, som betegner den situation, hvor skjulte handlinger kan opstå efter, at der er indgået en kontrakt mellem principalen og agenten. Den asymmetriske information indebærer her, at det er muligt for parterne at skjule, at de ikke handler i overensstemmelse med kontrakten. For at undgå Moral Hazard er det relevant at der udarbejdes incitamentsforenelige kontrakter, så parterne ikke kun handler i egen interesse.¹²³

¹²⁰ Knudsen, 1997, s. 164-166

¹²¹ Knudsen, 1997, s. 164-166

¹²² Akerlof, 1970

¹²³ Knudsen, 1997, s. 167-169

3.2.2 Risikoafdækning og risikoallokering i kontraktforhold

Det er hensigtsmæssigt, at parterne, inden en kontrakt indgås, tager stilling til, hvordan de forskellige risici i forbindelse med kontraktindgåelsen skal allokeres. Risikoen bør ud fra et overordnet samfundsmæssigt synspunkt fordeles, så den totale værdi maksimeres. En kontrakt kan indeholde vilkår vedrørende skadeserstatning, der udtrykkeligt allokerer risici, eksempelvis ved garantier, som beskrevet ovenfor.¹²⁴ For at risiko kan allokeres effektivt, skal man gå ind i en nærmere vurdering af risikovillighed, asymmetrisk information og transaktionsomkostninger.

Risikofordelingen afhænger blandt andet af aktørernes basale risikovillighed. For bedre at kunne analysere hvordan en aktør i forbindelse med kontraktindgåelse vil risikoafdække, vil man typisk definere den forventede værdi. Hvordan en aktør risikoafdækker ud fra den forventede værdi, afhænger af aktørens tilgang til risiko. Aktører har overordnet set tre mulige tilgange til risiko: En aktør kan være *risikoavers*, hvilket indebærer, at aktøren foretrækker sikre udfald fremfor usikre udfald. Dette indebærer, at en aktør ikke nødvendigvis vælger det udfald, der giver den højeste forventede værdi. Et eksempel kunne være, hvis en aktør synes, at et sikkert projekt med en forventet værdi på 100 er lige så godt som et usikkert projekt med en forventet værdi på 120. I dette eksempel værdiansætter aktøren sikkerheden til 20, som er forskellen mellem de forventede værdier, og som kaldes sikkerhedsækvivalenten. Sikkerhedsækvivalent kan dermed ses som et mål for den omkostning eller pris, som usikkerheden har for aktøren.¹²⁵ Jo mere risikoavers man er, jo mere direkte eller indirekte compensation vil man kræve for at påtage sig en risiko. Såfremt en aktør er *risikoneutral*, betyder det, at aktøren er indifferent mellem sikkert udfald og usikkert udfald, og aktøren ser udelukkende på den forventede værdi. En aktør kan også være *risikovillig*, hvilket indebærer, at en aktør foretrækker usikre udfald fremfor sikre udfald, måske fordi den pågældende aktør øjner muligheden for at opnå en økonomisk gevinst.

Normalt er det mest hensigtsmæssigt, at risikoen enten tildeles den person, der bedst kan forhindre, at den relevante begivenhed indtræder og udvikler sig, eller den part for hvem det er mindst byrdefyldt at bære risikoen.¹²⁶ Når man ser på, hvad "byrdefyldt" indebærer, tænkes der på den økonomiske byrde sammenholdt med parternes individuelle risikovillighed. Byrden føles ofte tungest for den part, der er mest risikoavers. Det kan dermed være en fordel for begge parter, hvis det meste af risikoen pålægges den part, der er mindst risikoavers, samtidig med at denne part kompenseres rimeligt. Alan O. Sykes anfører, at

¹²⁴ Lando

¹²⁵ Eide & Stavang, 2008, s. 119-121

¹²⁶ Posner

såfremt begge parter er risikoaverse, så er det pareto optimale udfald¹²⁷, at risikoen fordeles, således at der er en større portion på den part, der indbyrdes er mindst risikoavers.¹²⁸

Ved kontraktindgåelse er der typisk som antaget under principal-agent-teorien asymmetrisk information i form af Adverse Selection og/eller Moral Hazard. Det kan være problematisk, at parterne ikke har adgang til samme information, da dette kan medføre, at opfattelsen af risiko er forskellig. Det kan dernæst påvirke effektiviteten af en kontrakt, hvis forskellen i viden ikke udlignes, eller det kan medføre store transaktionsomkostninger at udligne informationsniveauet.

Transaktionsomkostninger i en M&A-transaktion er udgifter, som realiseres internt eller eksternt i forbindelse med transaktionens gennemførelse, eksempelvis advokatombkostninger i forbindelse med skrivning og tilpasning af en overdragelsesktrakt. Det kan også være rejse- og opholdsomkostninger i forbindelse med direkte forhandlinger mellem parterne. Derudover kan transaktionsomkostninger opstå som følge af, at man indhenter og samler information, eksempelvis udgifterne til etablering, vedligeholdelse, udvidelse og brug af et datarum. Endelig kan der være tale om efterfølgende håndhævelsesomkostninger. Jo mere udførlig og "skræddersyet" til situationen en kontrakt skal være, jo højere transaktionsomkostninger medfører det typisk. Derudover skaber mere asymmetrisk information som regel højere transaktionsomkostninger. Asymmetrisk information skaber kort sagt flere omkostninger i forbindelse med kontraktindgåelse, ligesom det påvirker muligheden for i det hele taget at indgå en effektiv kontrakt. Jo længere tid det tager parterne at nå til enighed, jo flere omkostninger medfører det sædvanligvis også. Transaktionsomkostningsteorien er dermed relevant i forhold til vurderingen af effektivitet i kontrakten.¹²⁹

Ud fra ovenstående kan man sige, at parternes risikoprofil bruges til at opstille konkrete valg af kontrakttype, så transaktionsomkostningerne holdes nede, samtidig med at problematikken omkring asymmetrisk information begrænses, og parternes incitamenter kontrolleres.

Coase-teoremet går ud på, at i tilfælde af at to parter har ubegrænset tid og ubegrænsede ressourcer til at forhandle og koncipere en kontrakt og udveksle information, vil parterne have de perfekte forudsætninger for at allokere risici i kontrakten og yde passende kompensation. I dette tilfælde vil parterne udarbejde en pareto optimal kontrakt.¹³⁰ Dette er dog primært et teoretisk udgangspunkt i relation til M&A-

¹²⁷ Pareto optimale udfald er hvor ingen kan stilles bedre uden at nogen stilles dårligere

¹²⁸ Sykes, 1984, s. 1235

¹²⁹ Knudsen, 1997, s. 224

¹³⁰ Eide & Stavang, 2008, s. 34-39

forhandlinger, hvor der typisk vil være tidspres og eskalerende transaktionsomkostninger forbundet med kontraktindgåelse.

3.2.3 Forsikring

Aktører har som nævnt ovenfor forskellige holdninger til håndtering af risici og usikkerheder, og hvad de vil gøre, afhænger af deres forventninger til et usikkert projekt. En aktør kan gøre sig fri af noget af usikkerheden ved at overføre risikoen til et forsikringsselskab mod en vis betaling. Aktørens sikkerhedsækvivalent kaldes også risikopræmie, og en aktør vil forsikre sig, hvis forsikringspræmien, altså det beløb som det koster at tegne en forsikring, er lavere end risikopræmien.¹³¹

Det er som udgangspunkt en fordel for både forsikringstager og forsikringsselskab, at forsikringsselskabet bærer risikoen, da forsikringsselskabet typisk har nemmest ved at bære risikoen. Dette er begrundet i, at forsikringsselskaber er bedst til at estimere risikoen, da de har mængder af relevant erfaring fra lignende sager. Derudover kan forsikringsselskaber nemmere sprede deres risiko ved at have diversificerede porteføljer, mange kunder samt ved at foretage genforsikring. Det betyder, at erstatningsudbetalinger vil få karakter af variable omkostninger, som ikke indebærer faretruende risiko for forsikringsselskabet som helhed.¹³²

Når en forsikringstager tegner en forsikring, indgår forsikringstageren en kontrakt om pris, dækningsomfang og øvrige vilkår med et forsikringsselskab, som udsteder en police, der gengiver disse vilkår. I den forbindelse opstår der både Adverse Selection og Moral Hazard. I forbindelse med forsikringstegning vedrører Adverse Selection-problematikken spørgsmålet om, hvorvidt forsikringstageren giver forsikringsselskabet alle relevante informationer, forud for at forsikringen tegnes. Moral Hazard-problematikken vedrører det forhold, at graden af forsikringstagerens agtpågivenhed efter forsikringstegningen påvirker sandsynligheden for, at en skade indtræder. Når risikoen er overgået til forsikringsselskabet, vil aktøren som udgangspunkt ikke udvise samme agtpågivenhed. Denne problematik kan i vidt omfang løses ved, at forsikringstageren selv bevarer en del af ansvaret, da dette vil give vedkommende incitament til fortsat at udvise agtpågivenhed, også selvom forsikringsselskabet ikke nødvendigvis kan observere og kontrollere denne agtpågivenhed. En af de mest oplagte metoder til at bevare en grad af agtpågivenhed hos forsikringstageren er naturligvis anvendelse af en selvrisiko¹³³, men

¹³¹ Eide & Stavang, 2008, s. 119-121

¹³² Eide & Stavang, 2008, s. 121

¹³³ Eide & Stavang, 2008, s. 260-261

også bestemmelser om eksempelvis maksimumdækning, manglende dækning ved væsentlig egen skyld eller om forsikringsselskabets adgang til at opsige policen kan have stor effekt.

3.3 Risikoafdækning når der ikke tegnes en W&I-forsikring

Der er typisk asymmetrisk information mellem sælger og køber i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, hvilket bliver analyseret nedenfor. Efterfølgende foretages der en nærmere analyse af sælger og købers optimale strategier i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse.

3.3.1 Asymmetrisk information mellem sælger og køber

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse findes der typisk en vis mængde offentligt tilgængelig information omkring targetvirksomheden. Det kan eksempelvis være oplysninger på targetvirksomhedens hjemmeside og i årsrapporterne. Derudover kan køber få information om targetvirksomheden ved at søge på internettet.¹³⁴ Disse oplysninger giver dog langt fra et fyldestgørende billede af targetvirksomhedens forhold. Sælger besidder langt flere og mere opdaterede informationer end køber om virksomheden. Der opstår derfor et principal-agent-problem, hvor sælger i dette tilfælde har mere viden end køber, og der er asymmetrisk information forud for kontraktindgåelse i form af Adverse Selection.¹³⁵

Såfremt køber på et tidspunkt får kendskab til specifikke mangler af en vis væentlighed, medfører det naturligvis, at køber vil give en lavere pris for targetvirksomheden. Såfremt køber får kendskab til risici, som køberen ikke selv vil påtage sig, vil køber ofte kræve en særlig indeståelse fra sælger (specific indemnity), som indebærer, at sælger bliver ansvarlig, såfremt disse kendte risici realiseres og bliver til en mangel ved forretningen. Alternativt vil køber tilbyde en lavere pris og derved indregne en risikopræmie i købesummen.¹³⁶ Sælger er klar over dette, og dermed vil sælger som udgangspunkt ikke have incitament til at oplyse køber om negative eller risikable forhold ved virksomheden. Dette kan dog føre til, at der opstår en situation, som i "market for lemons", hvor markedet bryder sammen, hvilket i forbindelse med en potentiel virksomhedsoverdragelse kan føre til, at transaktionen ikke bliver til noget, hverken i forhold til den første mulige køber eller andre budgivere, efterhånden som sælgers tilbageholdelse af oplysninger kommer for dagens lys. Situationen opstår blandt andet, fordi køber ikke har den samme detaljerede viden som sælger omkring targetvirksomheden, hvorfor der fra købers synspunkt er en generel risiko for mangler, som sælger ikke har fortalt om. På den baggrund presses den pris, som køber er villig til at give. Såfremt

¹³⁴ Gjørl-Trønning & Rubinstein, 2012, Bech-Bruun, s. 6

¹³⁵ Macho-stadler & Pérez-Castrillo, 2001, s. 9

¹³⁶ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 3 & Hansen & Lundgren, 2014, s. 244.

targetvirksomheden efter sælgers opfattelse ikke er behæftet med væsentlige kendte mangler og risici, er sælger ikke villig til at sælge til den pris, som køber tilbyder. Man kan herved risikere, at virksomhedsoverdragelsen ikke gennemføres på grund af den manglende ligevægt, hvilket formentlig hverken er fordelagtigt for sælger eller køber.¹³⁷ Det er på den baggrund ofte i begge parter interesse, at den asymmetriske information begrænses, hvilket vurderes nedenfor.

Nærværende økonomiske analyse fokuserer på virksomhedens tilstand og de mangler og risici, som allerede er indtrådt på tidspunktet for kontraktindgåelse. Dette adskiller sig fra det ofte anvendte udgangspunkt i økonomisk teori omkring Moral Hazard, hvor man jo taler om, at parternes agtpågivenhed påvirker, hvorvidt og i hvilket omfang en skade efterfølgende indtræder.¹³⁸ I dette tilfælde har hverken sælger eller købers handlinger efter kontraktindgåelse betydning for targetvirksomhedens tilstand på tidspunktet for kontraktindgåelse.

3.3.1.1 Hvorledes den asymmetriske information kan begrænses

Der foretages nedenfor en vurdering af, hvorledes den asymmetriske information mellem sælger og køber kan begrænses.

3.3.1.1.1 Oplysninger og regulering af parternes pligter

Når der er asymmetrisk information i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, kan denne i høj grad udlignes ved, at køber får oplysninger om targetvirksomhedens tilstand. Jo flere relevante oplysninger køber får, jo mindre asymmetrisk information er der. Sælger stiller typisk information til rådighed overfor køber i et datarum. Køber får herigennem en væsentlig mulighed for at få oplysninger om kendte mangler og risici.¹³⁹

Såfremt sælger selv kan beslutte, om han vil oplyse om forhold, vil det formentlig resultere i, at sælger tilbageholder for meget information, da han i så fald kun vil oplyse om forhold, som er værdimaksimerende for sælger. Det er altså muligt for sælger at skjule ugunstige oplysninger.¹⁴⁰ Dette begrundes i, at såfremt sælger oplyser om en mangel eller en kendt risiko, vil i hvert fald køber som udgangspunkt være af den opfattelse, at der bør justeres direkte herfor i købsprisen. Køber er klar over dette og kan dermed som udgangspunkt ikke vide sig sikker på, at sælger har afgivet alle relevante oplysninger. Den asymmetriske

¹³⁷ Akerlof, 1970

¹³⁸ Macho-stadler & Pérez-Castrillo, 2001, s. 9

¹³⁹ Spence, side 561-572

¹⁴⁰ Shavell, 1994

information kan dermed ikke udelukkende løses ved, at køber får adgang til oplysninger, som sælger har udvalgt om targetvirksomheden. Køber vil på den baggrund ønske at foretage egne due diligence undersøgelser for at tjekke, at targetvirksomheden vitterlig er, som den hidtil er blevet præsenteret for køber.

For at sikre, at de oplysninger, som køber modtager, medvirker til at begrænse den asymmetriske information, er der sket en regulering af sælgers pligter.¹⁴¹ Sælger har en loyal oplysningspligt, og sælger risikerer, at køber kan gøre mangelsbeføjelser gældende, såfremt denne pligt ikke opfyldes. Denne retsstilling giver sælger incitamenter til at oplyse om kendte mangler og kendte risici.

3.3.1.1.2 Garantier og erklæringer

Derudover kan sælger afgive garantier og erklæringer gående ud på, at et givent forhold er på en bestemt måde. Såfremt en garanti eller en erklæring brydes, bliver sælger erstatningsansvarlig for de pågældende forhold.¹⁴² Såfremt sælger ved, at der er en kendt mangel eller kendt risiko vil sælger naturligvis være tilbageholdende med at give en garanti for ikke at blive erstatningsansvarlig. Sælger signalerer dermed i realiteten til køber gennem afgivelse af garantier, at sælger ikke har kendskab til mangler og specifikt kendte risici.

Når sælger afviser at give køber garanti imod visse typer af mangler og risici ved targetvirksomheden, kan det omvendt sende et negativt signal til køber, om at sælger selv vurderer, at der er en reel risiko for, at sådanne forhold rent faktisk er til stede, også selvom sælger i de direkte drøftelser med køber måske hævder det modsatte. Dette kan potentielt få køber til at finde virksomheden mere risikofyldt og dermed mindre attraktiv, hvilket så kan påvirke den pris, som køber er villig til at betale. Principielt kunne man derfor argumentere for, at det er i sælgers egen interesse at afgive garantier for *alle* forhold, om hvilke sælger oprigtigt vurderer, at der ikke er mangler eller risici ved virksomheden på tidspunktet for indgåelse af overdragelsesaftalen, ud fra en forventning om, at køber så ikke vil forlange prisnedslag på dette grundlag. I den forbindelse er det dog relevant at være opmærksom på de ukendte risici, hvilket omhandles yderligere i afsnit 3.3.2.2.

I lyset af ovenstående er sælgers garantier og erklæringer medvirkende til, at den pris, som køber betaler for targetvirksomheden, reflekterer, hvad sælger har fortalt køber om targetvirksomheden. Dette skyldes,

¹⁴¹ Spence, side 561-572

¹⁴² Spence, side 561-572

at såfremt der sker et brud, så kan køber rette krav mod sælger, hvilket ultimativt vil få en regulerende effekt på den købspris, som sælger modtager.¹⁴³

Såfremt sælger afgiver en garanti, betyder det teoretisk set, at køber burde kunne undlade undersøgelse af de dækkende forhold. Der påhviler dog køber en vis undersøgelsespligt, jf. eksempelvis dom UfR 2005.761 SH, hvor køber ikke kunne gøre garantikrav gældende som følge af, at køber var opmærksom på, at der muligvis var et problem, men alligevel havde undladt at foretage relevante og tilstrækkelige due diligence undersøgelser.

Såfremt sælger ved, at han i fremtiden ikke vil have tilstrækkelige midler eller vilje til at erstatte et eventuelt tab efter garantikataloget, kan det føre til "the judgement proof problem"¹⁴⁴, som indebærer, at en sælger, som er meget ivrig for at gennemføre en transaktion, måske også er villig til at afgive vidtrækkende garantier, velvidende at disse næppe vil kunne håndhæves af køber grundet overhængende risiko for fremtidig insolvens, likvidation eller lignende tilstand hos sælger. Køber kan i den forbindelse opnå en vis beskyttelse ved, at en del af købsprisen sættes på en deponeringskonto ("escrow account") i en bestemt periode. Såfremt det i dette tidsrum viser sig, at der er en garanti der brydes kan køber få midler fra denne konto.¹⁴⁵

3.3.1.1.3 Godt ry og efterfølgende samarbejde

En af hovedårsagerne til, at sælger typisk vælger at oplyse køber om mangler og kendte risici er, at sælger ikke ønsker at have et dårligt ry, hverken generelt eller mere specifikt i M&A-markedet. Såfremt sælger har solgt en del af sin virksomhed fra, og det bliver en kendt sag, at dette blev gjort på en måde, hvor sælger ikke handlede hæderligt og loyalt, kan der hurtigt opstå et dårligt ry omkring sælger, hvilket besværliggør fremtidige transaktioner for sælger.

Sommetider vil en M&A-transaktion indebære et efterfølgende kommercielt samarbejde mellem parterne, og sælger har da en interesse i, at dette samarbejde ikke påvirkes negativt af, at sælger har handlet illoyalt i forbindelse med due diligence eller kontraktindgåelsen.

¹⁴³ Geoff Hoffman and David Gerber, 2011, Clayton Utz, s. 3

¹⁴⁴ Shavell, 1987, kapitel 4

¹⁴⁵ Rankine & Howson, 2006, s. 170:

3.3.2 Analyse af sælger og købers optimale strategier

Nedenunder vil der med ovenstående in mente blive foretages en dybere analyse af sælger og købers optimale strategier i forbindelse med undersøgelser samt forhandlinger omkring garantikataloget.

3.3.2.1 Undersøgelser

Generelt er det sådan, at sælger og køber udøver en passende indsats for at få en idé om værdien af den genstand, der bliver overdraget. En part vil typisk ikke sælge eller købe noget af betydning uden at foretage undersøgelser af værdien. Helt overordnet kan man sige, at sælger eller køber kun vil indsamle information, såfremt værdien af indsamlingen forventes at overstige dens omkostninger.¹⁴⁶ I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse vil køber og sælger som nævnt oftest foretage undersøgelser af de risici, der er forbundet med transaktionen. Hvis det antages, at der ikke er asymmetrisk information mellem parterne, er dette dog ud fra et teoretiskudgangspunkt ikke optimalt, hvilket vil blive udledt i det følgende.

Der er en sandsynlighed p for, at et forhold indtræder, eksempelvis at et varelager er behæftet med mangler. Det vil koste c at udbedre manglen. I eksemplet lægges det til grund, at sælger og køber er risikoneutrale. Det antages, at prisen på targetvirksomheden bestemmes af, hvad køber er villig til at betale, og at køber betaler det, som virksomheden er værd for ham.

Såfremt der ikke er en risiko, er virksomheden y værd. Såfremt der er en risiko, er virksomheden $p * c$ mindre værd. I tilfælde af at sælger og køber ikke undersøger, om en maskine er behæftet med mangler, vil køber give $p * c$ mindre for virksomheden, end i tilfælde af, at sælger og køber havde undersøgt og fundet ud af, at maskinen ikke er behæftet med mangler. Såfremt sælger og køber ikke foretager undersøgelser, vil køber give $y - p * c$ for virksomheden. Såfremt der undersøges, og det viser sig, at der ikke er en mangel, vil køber give y for virksomheden. Hvis der er undersøgelse, og der er en mangel, vil køber give $y - c$ for virksomheden.

Såfremt der foretages undersøgelser, er sælgers pay-off $p(y - c) + (1 - p)y$, hvilket er sandsynligheden for en mangel ganget med, hvad køber er villig til at betale, såfremt der er en mangel plus sandsynligheden for, at der ikke er en mangel ganget med, hvad køber er villig til at betale, når der ikke er en mangel.

¹⁴⁶ Shavell, 1994

Dermed får køber 0 kr i pay-off. Såfremt der ikke foretages undersøgelser, er virksomheden $p(y - c) + (1 - p)y$ værd for køber, og det er den pris, han vil betale.

Ud fra ovenstående kan det udledes, at sælger får samme pay-off med og uden undersøgelse, og eftersom en undersøgelse udløser direkte eller indirekte omkostninger for parterne, er det samlede pay-off lavere ved gennemførelse af undersøgelse. Denne teori holder dog ikke helt i praksis af forskellige årsager, hvilket vil blive forklaret nærmere nedenfor. Der er den mulighed, at sælger og køber ikke vurderer sandsynligheden til at være den samme, selvom de har samme informationer til rådighed. Både sælger og køber danner sig subjektive sandsynligheder ud fra de tilgængelige oplysninger. Såfremt sælger vurderer, at sandsynligheden for tab er lavere, end køber mener, vil sælger gerne have, at der foretages undersøgelser for at bevise dette overfor køber. Såfremt sælger i stedet vurderer, at sandsynligheden for tab er højere, end køber mener, er det ikke i sælgers interesse, at der foretages undersøgelser.

Såfremt der ikke er symmetrisk information men i stedet asymmetrisk information mellem parterne, vil køber formentlig være bange for at sælger har skjulte informationer, hvorfor due diligence undersøgelser kan være værdifulde og nødvendige for køber, som derigennem kan få verificeret, at der ikke er "deal-breakers" og ellers få afklaret, om targetvirksomheden lever op til købers forventninger.¹⁴⁷

I M&A-transaktioner er det typisk sådan, at hverken sælger eller køber kender den konkrete sandsynlighed for et forhold, førend de har undersøgt det. Derudover er der et praktisk problem, som består i, at det langt fra altid kan lade sig gøre at finde objektive oplysninger og statistikker om de relevante sandsynligheder, for eksempel sandsynligheden for patentkrænkelser eller sammenbrud af produktionsudstyr. Der er således en lang række faktorer, som spiller ind på sandsynlighederne for forskellige typer af mangler eller realisering af risici, eksempelvis targetvirksomhedens branche, værdigrundlag, "track record", finansielle styrke, ledelsesstruktur, kontrolmiljø samt relevante myndighedskrav.

Generelt kan det være en fordel for køber at foretage undersøgelser for at beskytte sig mod ubehagelige overraskelser på et senere tidspunkt. Undersøgelserne gør det desuden muligt for køber at forhandle på et mere oplyst grundlag. Efter undersøgelserne er det nemmere for køber at værdiansætte virksomheden realistisk og korrekt. Køber opnår i den forbindelse en viden, som giver mulighed for at identificere, hvilke

¹⁴⁷ Gjørl-Trønning & Rubinstein, 2012, Bech-Bruun

områder der kan give problemer i forhold til købers egen efterfølgende integration og drift af den tilkøbte virksomhed, herunder hvilke garantier og indeståelser køber bør forsøge at afkræve sælger.¹⁴⁸

Samtidig er det højst relevant at være opmærksom på, at al due diligence og øvrige undersøgelser koster tid og ressourcer for parterne. Selvom omkostningerne ved de relevante undersøgelser kan være store i absolutte tal, skal de sættes i forhold til købesummen og den forventede effekt på købers fremtidige omsætning og resultater. Købers ledelse synes måske, at det er rimeligt eller ligefrem nødvendigt at ofre nogle millioner kroner på due diligence mv. hvis der er tale om en købesum og/eller en omsætningspåvirkning i milliardklassen. Udover at de dermed selv får et bedre beslutningsgrundlag, får de etableret en form for ”rygdækning” for deres beslutning, hvis det alligevel skulle gå galt efter overtagelsen. Dette hænger også sammen med, at mange parter er risikoaverse, hvilket indebærer, at de vælger sikre udfald fremfor usikre udfald. Hvor grænsen går, afhænger af parternes risikoaversion, hvilket især kan komplicere tingene i tilfælde hvor deres ejerkreds/aktionærer er meget diversificerede i deres holdninger på dette punkt. Man bør under alle omstændigheder kun undersøge alle *væsentlige* forhold til bunds, idet der ganske enkelt er for mange omkostninger og for stort tidsforbrug forbundet med at undersøge alle tænkelige risici sammenholdt med fordelene herved.

I praksis er det bedre for køber at sikre sig, at det købte på de væsentligste områder svarer til forventningerne i stedet for udelukkende at forlade sig på garantier. Derved minimerer køber risikoen for efterfølgende at løbe ind i skuffede forventninger og tvister med sælger. Omkostninger ved efterfølgende retssager er typisk høje, og sådanne tvister kan desuden påvirke driften af den overtagne virksomhed samt et eventuelt samarbejde mellem sælger og køber.¹⁴⁹ Køber vil i mange tilfælde få en utilfredsstillende og mangelfuld beskyttelse, såfremt køber ikke foretager due diligence men i stedet udelukkende lader sin retsstilling afhænge af sælgers garantier og erklæringer. Dette skyldes også, at manglende due diligence efterfølgende kan afskære køber fra at rette krav mod sælger, hvis det anses for en forsømmelse af købers undersøgelsespligt. Derudover kan due diligence i tide gøre køber opmærksom på forhold, der for køber udgør mulige ”deal breakers”. Heri ligger også, at sælgers reelle tab ofte ikke kan dækkes effektivt gennem efterfølgende erstatning, dels fordi det kan være svært at beregne og dokumentere det fulde tab, og dels fordi overdragelsesaftalen som regel vil indeholde en lang række tidsmæssige, typemæssige og beløbsmæssige begrænsninger i rækkevidden af sælgers garantier og erstatningspligt. Hertil kommer

¹⁴⁸ Gjørl-Trønning & Rubinstein, 2012, Bech-Bruun

¹⁴⁹ Gianelli; Hjortsø; Petersen; Salling & Zeuthen, 2016, s. 165

risikoen for sælgers mulige betalingsvanskeligheder eller insolvens, hvilket kan være et problem for køber, selv i tilfælde hvor en del af købesummen er indsat på deponeringskonto.¹⁵⁰

Helt overordnet kan man udlede, at rationelle aktører indhenter information, så længe omkostningerne ved at indhente yderligere information ikke overstiger gevinsten herved. Hvornår dette er tilfældet afhænger dog også af parternes risikovillighed.¹⁵¹

3.3.2.2 Garantikatalogets omfang

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse findes der ukendte risici, dvs. risici som hverken sælger eller køber har nogen specifik viden eller mistanke om, men de ved, at der kan være sådanne risici. Som udgangspunkt bærer køber de ukendte risici ved targetvirksomheden, men såfremt sælger afgiver garantier eller erklæringer, allokeres disse risici til sælger. Garantikataloget i en overdragelsesaftale er dermed i høj grad en fortegnelse over de ukendte forhold, som sælger skal blive ved med at bære risikoen for inden for nærmere aftalt perioder og beløbsrammer.

Som berørt er det ifølge det teoretiske udgangspunkt optimalt for sælger at afgive garantier omkring forhold, hvor sælger ikke kender til en mangler eller risici. I praksis er der dog en række forhold, som bevirker, at man ikke altid kan drage denne direkte slutning. For det første vil afgivelse af garanti i sig selv ofte være forbundet med en ukendt risiko, hvor sælger ved, at der kan være en risiko, også selvom han ikke kender til den specifikt. Sælger har på den baggrund en indgroet holdning om kun at ville afgive absolut nødvendige, relevante og rimelige garantier.

Denne indgroede tilbageholdenhed hos sælger og den grundlæggende risiko ved selve det at stille en garanti kan ofte føres tilbage til det, som man kan kalde "den menneskelige faktor". Det er jo sælger, som skal tage stilling til afgivelsen af garantier, men sælger kan i sagens natur ikke have direkte viden om alle forhold og detaljer i targetvirksomheden, hvorfor sælger må basere sig på virksomhedens ledelse, mellemledere og specialister. Som regel vil dette ikke være et problem, men der kan alligevel være forskellige årsager til, at de nævnte personer i nogle tilfælde giver sælger et billede, som ikke er helt retvisende omkring de forhold, som køber ønsker garantier for. Der kan være tale om simpel uvidenhed eller manglende faglig dygtighed hos de pågældende personer, som gør, at de pågældende slet ikke har indset risikoen eller manglen. Man kan også forestille sig, at der ligefrem findes et ønske om at skjule nogle

¹⁵⁰ Gjørl-Trønning & Rubinstein, 2012, Bech-Bruun, s. 2-3

¹⁵¹ Eide & Stavang, 2008, kapitel 15

forhold for sælger eller targetvirksomhedens topledelse. Et eksempel herpå kunne være, hvis en produktionsleders helt ærlige og fyldestgørende vurdering af tingenes tilstand omkring produktionsudbytter ville afsløre, at vedkommende i årevis havde drevet en meget ineffektiv afdeling. Endnu en form for interessekonflikt, som kan påvirke kvaliteten af sælgers beslutningsgrundlag omkring afgivelse af garantier, opstår i det tilfælde, hvor nogle af targetvirksomhedens ledere eller specialister har udsigt til at blive tilbudt forfremmelser eller andre attraktive ansættelsesvilkår efter overdragelsen, hvilket måske kan få dem til at have et lige lovligt optimistisk syn på tilstedeværelsen af de forskellige mangler og risici. Dette kunne enten skyldes, at de ikke ønsker at medvirke til blokering af handlen, eller at de måske vurderer, at der er tale om forhold, som de nemt selv kan være med til at bringe på plads efter overdragelsen. Mennesker er ikke ufejlbarlige, ej heller ledere og specialister, hvilket sælger er bekendt med, ligesom sælger kan regne ud, at jo flere og jo bredere garantier der afgives, jo større risiko vil sælger alt andet lige udsætte sig for.

Andre og mere tekniske forhold, som har potentialet til at forøge sælgers risiko ved afgivelse af garantier, udgøres af bevistvivl omkring tidspunktet for en given mangels opståen i forhold til overdragelsestidspunktet, hvilket især kan skabe tvivl om hvem, der bærer ansvaret i tilfælde af, at en mangel har udviklet sig gradvist. Risikoen for efterfølgende uenighed omkring ordlyd og juridisk rækkevidde af de afgivne garantier kan ligeledes få sælger til at være tilbageholdende med at give garantier. Endelig bevirker selve tidspresset, dynamikken og psykologien omkring forhandlingsprocessen, at sælger ikke uden videre vil afgive garantier. Ingen af parterne ønsker at fremstå som eftergivende, så alle argumenter og observationer fra due diligence undersøgelserne bliver holdt i luften og brugt som "bargaining chips", indtil parterne i de afsluttende forhandlinger skærer igennem og sætter de overordnede og væsentlige vilkår på plads, samtidig med at der bliver nødt til at være en vis portion fleksibilitet på begge sider, hvis transaktionen skal falde på plads. I denne "give and take"-proces kan det i praksis være meget svært at sætte et specifikt beløb eller prisnedslag på enhver garanti, som ikke bliver givet, særligt hvis det i den store sammenhæng ikke var en specielt relevant eller væsentlig garanti.

Det er med andre ord svært for sælger og køber at kvantificere og værdisætte risikoen, og dermed hvor meget den skal påvirke prisen. Såfremt sælger ikke vil give en garanti, burde det som antydnet ovenfor som udgangspunkt påvirke prisen negativt, men det er ikke sikkert, at det altid bliver tilfældet.¹⁵² I den forbindelse er parternes forhandlinger essentielle for de endelige aftalevilkår. Begge parter prøver at nå til enighed, hvor de starter fra forskellige udgangspunkter med forskellige idéer til, hvad de vil. Forhandlinger

¹⁵² Geoff Hoffman and David Gerber, 2011, Clayton Utz, s. 2

involverer erfaring, overtalelse og "power", hvor parterne ikke altid når frem til det "teoretisk rigtige" resultat.¹⁵³ Det er dog ikke udelukkende positivt for den part med størst forhandlingsstyrke, at al risiko allokeres til den anden part, fordi uligevægten kan ende med at få den forhandlingsmæssigt svage part til simpelthen at afbryde forhandlingerne og opgive transaktionen.

Hvor meget en part er villig til at betale for at undgå en risiko afhænger af, hvor usikre omstændighederne er, og hvor risikovillige de respektive parter er. Selvom den part, der ender med at bære risikoen, principielt bør kompenseres herfor, behøver dette ikke at ske direkte gennem prispåvirkning eller anden form for økonomisk compensation. Det kunne også foregå gennem modpartens accept af nogle af de mere juridiske aftalevilkår, eksempelvis en justering af den aftalte reklamationsfrist vedrørende mangler eller ved at give efter på lovvalget i kontrakten. For at kunne prisfastsætte risikoen og udmåle compensationen kræves det, at sandsynligheden for risikoen er kendt, og at der er kendskab til risikoens konsekvenser. Eftersom hele nærværende diskussion drejer sig om ukendte risici, er det som udgangspunkt ikke muligt at fastlægge en præcis sandsynlighed herfor. Såfremt en ukendt risikos sandsynlighed absolut skal prisfastsættes, vil det således ofte ske til en højere værdi, end hvad realiteterne tilsiger.¹⁵⁴

En sælger vil typisk søge at begrænse omfanget af sine garantier ved at få indsat maksimale erstatningsgrænser ("caps") og dækningsperioder for de enkelte typer af erstatningskrav i overdragelsesaftalen.

Risikoen bør ideelt set allokeres til den part, der bedst kan forhindre eller håndtere den. I forhold til ukendte risici er skaden jo pr. definition indtrådt allerede på tidspunktet for kontraktindgåelse, hvorfor der ikke længere er nogen af parterne, der kan forhindre skaden i at ske. Det er heller ikke muligt at sige noget generelt om, hvorvidt sælger eller køber er bedst egnet til at bære risikoen, da dette afhænger af den konkrete situation. Som udgangspunkt er begge parter risikoaverse, men da det ikke er muligt at sige noget generelt om, hvem af parterne, der er *mest* risikoaverse, bliver det ej heller muligt at sige noget generelt om, hvem der bør påtage sig risikoen.

3.4 Risikoafdækning når der tegnes en W&I-forsikring

Ovenfor er det søgt beskrevet, hvilke incitamenter sælger og køber har i forbindelse med risikoafdækning, herunder omfanget af undersøgelser, antallet og omfanget af garantier samt forhandlinger herom. Såfremt

¹⁵³ Rankine & Howson, 2006, s. 139-141

¹⁵⁴ Lando

der i tillæg til garantikataloget tegnes en W&I-forsikring, er det som udgangspunkt forsikringsselskabet, der overtager risikoen og erstatningsansvaret for brud på garantikataloget.¹⁵⁵ Man kunne derfor godt forestille sig, at sælger og købers incitamenter ændres, selvom udgangspunktet hos forsikringsselskabet vil være, at W&I-forsikringer ikke skal overflødigsgøre eller erstatte de almindelige due diligence undersøgelser, og at virksomhedsoverdragelsen tværtimod overordnet skal forhandles på samme måde, som hvis der ikke blev tegnet en W&I-forsikring.¹⁵⁶

Der er typisk asymmetrisk information mellem forsikringstageren og forsikringsselskabet (og i dette tilfælde også mellem sælger og forsikringsselskabet), og betydningen heraf vil blive vurderet nedenfor. Efterfølgende bliver der foretaget en vurdering af sælger og købers optimale strategier i forbindelse med risikoafdækning.

3.4.1 Asymmetrisk information mellem sælger, køber og forsikringsselskabet

Når en køber i en M&A-transaktion ønsker at tegne en forsikring mod brud på garantikataloget, vil forsikringsselskabet kræve information om forhold af betydning for disse garantier og de dermed forbundne risici. Som tidligere nævnt vil forsikringsselskabet som udgangspunkt kun dække brud på garantikataloget, såfremt der er tale om realisering af ukendte risici. Købers viden har dermed betydning for omfanget af den forsikringsdækning, som forsikringsselskabet vil tilbyde. Køber har typisk mere information end forsikringsselskabet om targetvirksomheden, hvorfor der er asymmetrisk information forud for kontraktindgåelse, og der opstår Adverse Selection.¹⁵⁷ Adverse Selection problematikken i forbindelse med, at der tegnes en W&I-forsikring, relaterer sig ikke kun til købers viden. Sælger besidder endnu mere viden end køber vedrørende targetvirksomheden, hvorfor der også er en Adverse Selection problematik imellem sælger og forsikringsselskabet.

Ifølge den gængse økonomiske teori om forsikring har graden af agtpågivenhed hos forsikringstageren indflydelse på, hvorvidt en skade indtræder, og hvorvidt forsikringen kommer i spil, hvilket indebærer en Moral Hazard problematik.¹⁵⁸ W&I-forsikringer fokuserer dog som udgangspunkt kun på virksomhedens tilstand på tidspunktet for kontraktindgåelse. Forsikringen dækker således som udgangspunkt kun risici og mangler, der eksisterede på tidspunktet for overdragelse af targetvirksomheden, og som sælger og køber ikke kendte til på tidspunktet for forsikringstegning, de såkaldte ukendte risici. Sælger og købers

¹⁵⁵ Stubbjær Andersen, 2013, Willis, s. 1

¹⁵⁶ Ilum, 2014, s. 4

¹⁵⁷ Macho-stadler & Pérez-Castrillo, 2001, s. 9

¹⁵⁸ Macho-stadler & Pérez-Castrillo, 2001, s. 9-12

agtpågivenhed efter kontraktindgåelse har dermed ingen betydning for, hvorvidt garantikataloget brydes, og der skal ske forsikringsdækning. Moral Hazard problematikken spiller dermed grundlæggende ingen rolle.

Man kan dog sige, at parternes indsats i forbindelse med due diligence undersøgelser og forhandlinger af garantikataloget har betydning for, hvorvidt der i sidste ende er tale om en ukendt og dækningsberettiget risiko eller ej. Forsikringsselskabet kan ikke med sikkerhed vurdere kvaliteten af parternes indsats i den forbindelse, hvorfor der er en usikkerhed forbundet hermed. Til gengæld kan forsikringsselskabet delvist sikre parternes incitamenter, hvilket vurderes yderligere nedenfor.

3.4.1.1 Hvorledes den asymmetriske information kan begrænses

Der foretages nedenunder en vurdering af, hvorledes den asymmetriske information mellem sælger, køber og forsikringsselskab kan begrænses.

3.4.1.1.1 Undersøgelser og regulering af parternes pligter

Den asymmetriske information kan blandt andet reduceres ved, at forsikringsselskabet får oplysninger om targetvirksomheden.¹⁵⁹ Jo mere information forsikringsselskabet modtager, jo mindre asymmetrisk information er der. Køber vil typisk give forsikringsselskabet nogle grundlæggende oplysninger omkring transaktionen og de due diligence undersøgelser, der allerede er foretaget. Forsikringsselskabet får herigennem mulighed for at opdage kendte mangler og risici.

Som udgangspunkt kan man dog forestille sig, at køber helst vil nøjes med at oplyse forsikringsselskabet om forhold, der er værdimaksimerende for køber selv. Forsikringsselskabet kan dermed som udgangspunkt ikke vide sig sikker på, at køber videregiver alle relevante oplysninger. Denne indbyggede interessekonflikt er dog til dels løst gennem en direkte lovregulering af køber/forsikringstagers oplysningsforpligtelser.¹⁶⁰ Køber har således nogle pligter overfor forsikringsselskabet, der er nærmere reguleret i forsikringsaftaleloven. Såfremt køber ikke opfylder disse pligter, mister køber forsikringsdækningen helt eller delvist, hvilket giver køber incitamenter til alligevel at give korrekte og nødvendige oplysninger til forsikringsselskabet.

¹⁵⁹ Spence, side 561-572

¹⁶⁰ Spence, side 561-572

3.4.1.1.2 Garantier og erklæringer

Som beskrevet ovenover har garantier til formål at sørge for, at sælger fortæller sandheden omkring targetvirksomheden. En W&I-forsikring undergraver dog delvist dette formål, eftersom sælger som udgangspunkt ikke bliver ansvarlig, såfremt der sker et brud på garantikataloget.¹⁶¹ Denne problematik overfor sælger kan løses delvist ved, at der sker en direkte regulering af sælgers pligter, enten generelt i lovgivningen eller i den specifikke overdragelsesaftale.¹⁶² Det er derfor typisk sådan, at forsikringsselskabet har regresret mod sælger, såfremt sælger har handlet svigagtigt. Denne regresret giver sælger incitament til ikke at afgive forkerte eller ufuldstændige oplysninger. Bevisbyrden for, at det modsatte er tilfældet, er dog meget svær at løfte for forsikringsselskabet, og det skal dokumenteres meget præcist, at sælger bevidst har afgivet forkerte eller ufyldstgørende oplysninger.¹⁶³

Det er som udgangspunkt positivt for køber ud fra et risikoallokeringssynspunkt, at der gives mange og vidtrækkende garantier, da køber som udgangspunkt så får dækket sit tab, såfremt der sker et brud på garantierne. Køber skal dog være opmærksom på, at man, når der tegnes en W&I-forsikring, formentlig ikke i helt samme omfang kan stole på, at sælger har afgivet garantierne, fordi sælger følte sig overbevist om, at de relaterede risici og mangler ikke ville vise sig. Man kan måske antage, at sandsynligheden for, at ukendte risici vil blive realiseret, stiger, når der sker en forøgelse af antallet af garantier, som sælger ikke selv skal være direkte ansvarlig for at opfylde. Dette kan i visse transaktioners tilfælde ende med samlet set at være en ulempe for køber, også selvom køber indenfor W&I-policens dækningsrammer får dækket sine tab af forsikringsselskabet. For det første kan det ofte være vanskeligt for køber at dokumentere hele sit reelle tab, og for det andet kan manglerne ved den overdragne forretning være af en sådan karakter, at køber ikke længere kan opfylde sine strategiske målsætninger med transaktionen og derfor helst havde været den foruden. Fordelene for køber, ved at der gives flere garantier, skal altså holdes op imod den formodet mindre komfort i de afgivne garantier.¹⁶⁴ Køber kan sikre sælgers incitamenter i forbindelse med afgivelse af garantier ved eksempelvis at sørge for, at der ifølge overdragelsesaftalen fortsat påhviler sælger noget ansvar for væsentlige garantibrud.

3.4.1.1.3 Ry og fremtidig forsikringsdækning

Såfremt køber og/eller sælger har vildledt forsikringsselskabet, vil forsikringsselskabet formentlig være meget påpasselige med at tegne forsikring med parterne igen, både for så vidt angår W&I-forsikring og

¹⁶¹ Geoff Hoffman and David Gerber, 2011, Clayton Utz, s. 3

¹⁶² Spence, side 561-572

¹⁶³ Bilag 3, Interview med Rikke Falsner (2), tid 7:55

¹⁶⁴ Travis Bell, SRS Acquiom

andre typer erhvervsforsikring. Det rygtes hurtigt i de relevante branche- og rådgiverkredse, hvis man ikke er ærlig. Dette forhold giver både sælger og køber incitament til at fortælle sandheden til forsikringsselskabet. Derudover vil forsikringsselskaberne formentlige lade præmierne stige på W&I-forsikringer fremover, hvis det generelt er sådan, at sælgere og købere ikke oplyser forsikringsselskabet ordentligt.

3.4.2 Analyse af sælger og købers optimale strategier

Nedenfor foretages der en mere detaljeret analyse af sælger og købers optimale strategier i forbindelse med undersøgelser samt forhandlinger af garantikatalogets omfang.

3.4.2.1 Undersøgelser

Forsikringsselskabet vil som udgangspunkt alene dække risici, som hverken sælger eller køber kender. Som det er beskrevet ovenfor, bevirker tilstedeværelsen af symmetrisk information, at der ifølge det teoretiske udgangspunkt ikke er grund til at foretage undersøgelser af targetvirksomhedens forhold, da disse blot medfører omkostninger. Det samme princip gælder som udgangspunkt i forbindelse med forsikringstegning. Det forholder sig dog i praksis sådan, at hvis der ikke foretages undersøgelser, ved parterne ikke, hvilke sandsynligheder der er for, at risikoen indtræder. Såfremt et forsikringsselskab ikke kan opstille en sandsynlighed for en given risikotype, kan forsikringsselskabet have svært ved at beregne den korrekte præmie, som de vil opkræve som betaling for, at de påtager sig risikoen¹⁶⁵. Jo flere undersøgelser der foretages, jo mere præcist kan forsikringsselskabet beregne den korrekte præmie. Forsikringsselskabet kræver altså ikke udelukkende information for at eliminere asymmetrisk information men også for bedre at kunne beregne en rimelig præmie. Præmien fremkommer ved en afvejning af, at den skal være høj nok til at dække forventede tab og udgifter for forsikringsselskabet samt naturligvis give en vis profit, samtidig med at den skal kunne konkurrere med de præmier, som andre forsikringsselskaber ville kunne tilbyde.¹⁶⁶

Når der er tale om dækningsberettigede risici, overtager forsikringsselskabet sælgers garantiansvar overfor køber, hvorfor der er mulighed for, at sælger ikke i samme omfang som ellers føler behov for at undersøge et forhold forud for selve afgivelsen af en garanti. Man kunne i den forbindelse sagtens forestille sig, at

¹⁶⁵ Posner

¹⁶⁶ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 2

køber som udgangspunkt ikke vil have incitament til at foretage detaljeret due diligence undersøgelser af targetvirksomheden men i stedet vil fokusere på at kræve omfattende garantier.¹⁶⁷

For at sikre sælger og købers incitamenter vil forsikringsselskabet som tidligere nævnt kun tilbyde dækning, såfremt der er foretaget rimelige og relevante due diligence undersøgelser. Forsikringsselskabet vil kræve at komme til at gennemlæse due diligence rapporter udarbejdet af køber og købers rådgivere samt eventuelle tilsvarende rapporter udarbejdet af sælger og sælgers rådgivere. Derudover vil forsikringsselskabet få adgang til det primære due diligence materiale, der er stillet til rådighed af sælger gennem datarummet. Forsikringsselskabet vil endelig også bede køber om at uddybe forløbet af due diligence processen.¹⁶⁸ Forsikringsselskabet benytter ofte både interne og eksterne advokater og tekniske eksperter til at gå i dybden med dette.

Et forsikringsselskab vil typisk kun tilbyde dækning, såfremt det er tilfreds med udfaldet af den due diligence, der er foretaget.¹⁶⁹ Omfanget af due diligence samt afdækningen af forhold, der påvirker køberens risiko, vil naturligvis have betydning for forsikringsselskabets vilje til at forsikre transaktionen og for størrelsen af den præmie, der skal betales i forbindelse med policen.¹⁷⁰ Såfremt forsikringsselskabet opdager et forhold, der er "flagged" som et potentielt problem i due diligence, men som forsikringsselskabet ikke finder tilstrækkeligt belyst til at kunne adressere og kvantificere risikoen, vil forsikringsselskabet ikke uden videre tilbyde dækning af den pågældende risiko. Dette skyldes, at forsikringsselskabet i så fald ikke kan sætte pris på den risiko, som de skal dække.¹⁷¹ Forsikringsselskabet kan da enten afvise dækning eller kræve, at der foretages yderligere undersøgelse. I denne situation er det en del af forsikringsmæglerens rolle at drøfte med kunden, hvorvidt den relevante risiko er væsentlig for dem, og i givet fald om der er mulighed for at fremskaffe nogle flere oplysninger.¹⁷² I praksis er det dog ikke kun et spørgsmål om villighed hos sælger og køber men især en forhindring, at parterne ofte er kommet så langt i transaktionsprocessen, at det er svært at foretage yderligere undersøgelser, da de har en tidsplan, som skal overholdes.¹⁷³ Køber kan eksempelvis være i en presset situation med konkurrerende budgivere på banen og en eksklusiv forhandlingsperiode, som nærmer sig udløb.

¹⁶⁷ Risse & Haller, 2017

¹⁶⁸ Geoff Hoffman and David Gerber, 2011, Clayton Utz, s. 4 & 5

¹⁶⁹ Taylor, Rachel & Woods, Reuben. 2016.

¹⁷⁰ Goldman, 2013, KCL Law

¹⁷¹ Taylor, Rachel & Woods, Reuben. 2016.

¹⁷² Bilag 2, Interview med Tine Olsen, tid 13:30

¹⁷³ Bilag 4, Interview med Jeppe Buskov, tid 7:53

Såfremt et forhold ikke er undersøgt tilstrækkeligt, kan forsikringsselskabet vælge at sige, at der ikke gives fuld dækning. Forsikringsselskabets modvilje overfor at forsikre uafklarede risici påvirker altså købers tilgang til due diligence undersøgelser. Køber skal dermed foretage en afvejning af, hvad det koster at undersøge yderligere i form af tid, penge og ressourcer i forhold til fordelene ved, at man får reduceret afhængigheden af garantikataloget ved mere dækning. En køber kan således vælge mellem at spare omkostningerne ved yderligere due diligence (og i stedet støtte sin lid til garantikataloget) eller at bruge omkostninger på yderligere due diligence og ikke i samme omfang afhænge af garantikataloget.

Eftersom forsikringsselskabet ikke dækker kendte risici, kunne man som udgangspunkt forestille sig, at sælger og køber finder undersøgelser ufordelagtige og "forstyrrende", da de i sagens natur kan medføre, at man opdager nye forhold, som dermed får status af kendte risici, som forsikringsselskabet jo ikke vil dække. Her er det dog relevant at huske på, at forsikringsselskabet alligevel altid vil kunne afslå at dække risici og forhold, som de fra starten af finder utilstrækkeligt belyst gennem due diligence undersøgelser. Selvom man teoretisk kunne betragte dette som spildte omkostninger for den køber eller sælger, der undersøger forholdet, vil parterne som udgangspunkt være bedre stillet ved, at forholdet opdages, og der kan ske en direkte regulering i prisen. Både sælger og køber (og forsikringsselskab) er trods alt stillet bedre ved, at de ikke senere udsættes for ukendte risici, som så til den tid kan medføre værditab, tvister og ressourceforbrug.

3.4.2.2 Garantikatalogets dækningsomfang

Hvis der etableres en W&I-forsikring, vil sælgers ansvar for brud på garantikataloget reduceres, og eftersom sælgeren ikke kan holdes ansvarlig for erstatningsbeløbet (udover de meget sjældne tilfælde, hvor forsikringsselskabet kan rejse regreskrav), vil sælger formentlig have ringe incitament i løbet af kontraktforhandlingerne. Man kan sige det på den måde, at man i princippet tager noget af sælgers incitament til at forhandle ud af processen, og at sælger ikke vil have samme incitament til at reducere sine forpligtelser i form af garantier og erklæringer.¹⁷⁴ Sælger kan da i princippet bare give mange garantier og erklæringer, hvilket alt andet lige udløser en højere købspris.¹⁷⁵

Det er typisk sådan, at der er nogle bestemte kategorier af garantier og erklæringer, som nogle sælgere er tilbageholdende med at give, men såfremt forsikringsselskabet dækker disse, tager det trykket af

¹⁷⁴ Risse & Haller, 2017

¹⁷⁵ Risse & Haller, 2017

forhandlingerne.¹⁷⁶ Man kan dermed sige, at det, der formentlig sker, er, at sælger er villig til kontraktuelt at påtage sig større risici end ellers, da tabet og omkostningerne ved realisering af denne risiko alligevel bæres af forsikringsselskabet ¹⁷⁷

Forsikringsselskaberne er dog tilbageholdende med at tilbyde forsikring, hvis de har grund til at gå ud fra, at garantierne er givet uden rimelig og kvalificeret modstand fra sælger. En del af forsikringsselskabets egen due diligence går derfor ud på at udspørge køber om forhandlingsprocessen, og hvordan den er foregået.¹⁷⁸ Det er dermed vigtigt, at parterne stadig forhandler garantikataloget, som om sælger selv var ansvarlig. Forsikringsselskabet vil bede deres egne eller købers advokater om at udtale sig om, hvorvidt garantikataloget er af et sådant indhold, som man normalt ville kunne forvente i en given transaktion, og at sælger ikke er gået med til usædvanligt vidtrækkende garantier eller har givet køb på sædvanlige ansvarsbegrænsninger med hensyn til garantiernes varighed, beløbsgrænser mv. ¹⁷⁹ Selvom forsikringsselskaberne foretager denne vurdering af forhandlingerne, er det naturligvis vanskeligt for dem at konstatere med reel sikkerhed, hvorvidt sælger og køber ville have forhandlet anderledes, hvis der ikke var tegnet en W&I-forsikring. Det hele bliver jo en anelse hypotetisk. Formodningen forbliver derfor, at sælger vil have tilbøjelighed til at give sig lidt lettere overfor køber under forhandlingerne omkring garantikataloget. Der er dermed risiko for, at forsikringsselskabet overtager visse risici, som sælger ikke selv ville have accepteret, hvis der ikke var en W&I-forsikring. Til gengæld bliver forsikringsselskabet jo direkte kompenseret for dette dilemma gennem den opkrævede præmie.

Udover at forsikringsselskabet kan påvirke parternes incitamenter og indsats i forbindelse med due diligence ved at kræve supplerende undersøgelser, kan forsikringsselskabet påvirke parternes incitamenter ved, at en W&I-forsikring altid har en selvrisiko af en ikke uvæsentlig størrelse. Forsikringen dækker som tidligere nævnt først krav, når selvrisikoen er fuldt eroderet ("opbrugt"). Selvrisikoen skal dog samlet set kun eroderes én gang, hvilket står i modsætning til de fleste andre forsikringstyper, hvor selvrisikoen kommer i spil, hver eneste gang der opstår en skade. Til gengæld er det også et fast policevilkår, at hvert krav skal være over de minimis beløbet for overhovedet at kunne anmeldes. Det er dermed ikke udelukkende en fordel for køber, at der bare gives garantier og erklæringer på så mange områder som overhovedet muligt, da kravet skal have en vis størrelse, førend der kan opnås dækning. Sælger kan dog i visse tilfælde blive ansvarlig overfor køber for krav og tab op til selvrisikoen, men dette afhænger af sælger

¹⁷⁶ Bilag 4, Interview med Jeppe Buskov, tid 0:24

¹⁷⁷ French & Rowlands

¹⁷⁸ Geoff Hoffman and David Gerber, 2011, Clayton Utz, s. 5 & Bilag 1, Interview med Rikke Falsner, tid 19:47

¹⁷⁹ Taylor, Rachel & Woods, Reuben. 2016.

og købers indbyrdes betingelser i overdragelsesaftalen. Derudover skal køber altid huske på, at W&I-forsikringen jo ikke indebærer uendelig dækning men altid vil have en maksimal dækningssum som et af sine vilkår.

Selvom det som udgangspunkt antages, at sælger vil være mindre tilbageholdende med at give garantier, når der tegnes en W&I-forsikring, er det vanskeligt at vurdere, hvorvidt det i realiteten er tilfældet. Dette skyldes blandt andet, at forsikringselementet ofte først kommer i spil på et tidspunkt, hvor sælger og køber er langt i processen omkring forhandling af garantikataloget. Derudover kan sælger ikke vide med sikkerhed, at der kan findes et forsikringsselskab, der vil dække disse garantier, og såfremt forsikringsselskabet vurderer, at de går langt videre end sædvanen, kan det ende med at blive meget dyrt i præmie.

3.5 Konklusion på økonomisk analyse

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse risikoafdækker køber sædvanligvis ved at foretage due diligence undersøgelser af targetvirksomheden for at finde ud af, hvorvidt de oplysninger, som sælger har givet køber, nu også er korrekte. Derudover gennemføres due diligence for at køber kan opdage risici, så der ikke efter virksomhedsoverdragelsen viser sig uventede mangler. Sælger vil i mange tilfælde afgive garantier og erklæringer omkring visse forhold, hvis sælger ikke er bekendt med, at der er mangler. Det er dog ikke altid i sælgers interesse at afgive garantier og erklæringer omkring alt for mange forhold, selv ikke indenfor områder hvor sælger ikke er bekendt med tilstedeværelsen af mangler eller risici. Det skyldes, at der også findes ukendte risici. Ukendte risici allokeres jo som udgangspunkt kun til sælger, såfremt sælger afgiver en garanti, hvorimod de påhviler køber, når der ikke afgives en garanti eller en erklæring. Såfremt der tegnes en W&I-forsikring, vil sælger og køber fortsat foretage due diligence undersøgelser, eftersom dette er en betingelse for forsikringsdækningen. Til gengæld er der grundlag for at antage, at sælgers optimale strategi i forhold til at afgive garantier ændres, når der tegnes en W&I-forsikring, i den forstand at sælger bliver mindre tilbageholdende med at afgive garantier på områder, hvor der er ukendte risici.

Kapitel 4: Integreret analyse

4.1 Indledning til den integrerede analyse

Den integrerede analyse har til hensigt at belyse, hvornår W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af transaktionen, og dermed hvornår det er fordelagtigt at tegne en W&I-forsikring. Ud fra resultaterne fra hhv. den juridiske analyse og den økonomiske analyse, vil der nedenfor først blive foretaget en vurdering af fordelene og ulemperne ved disse forsikringer, og på basis heraf vil der dernæst blive givet en vurdering af, hvorvidt og hvornår W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af transaktionen.

4.2 Fordele og ulemper ved W&I-forsikringer

Nedenfor foretages der en vurdering af sælger og købers fordele og ulemper ved, at der tegnes en W&I-forsikring.

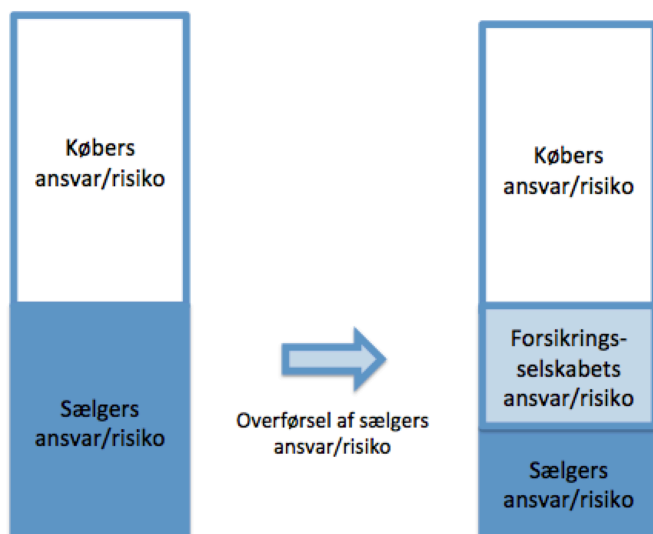
4.2.1 Sælgers fordele ved at der tegnes en W&I-forsikring

Når sælger afgiver garantier, og der ikke er tegnet en W&I-forsikring, er sælger som udgangspunkt erstatningsansvarlig for brud på garantikataloget. Såfremt der tegnes en W&I-forsikring, overtager forsikringsselskabet risikoen og erstatningspligten for brud på en række af disse garantier. Sælger reducerer herved sit eventuelle erstatningsansvar for brud på garantikataloget overfor køber. Det er en klar økonomisk fordel for sælger, når en del af ansvaret/risikoen på denne måde overgår til forsikringsselskabet.¹⁸⁰

Denne effekt vises i nedenstående figur (figur 1). Venstre side af figuren viser, at såfremt der ikke tegnes en W&I-forsikring, har både sælger og køber en vis portion ansvar/risiko. Såfremt sælger har afgivet en garanti, påhviler risikoen sælger, hvorimod risikoen påhviler køber i de tilfælde, hvor sælger ikke har afgivet garanti. Fordelingen af risici og ansvar mellem sælger og køber afhænger naturligvis af den konkrete transaktion og overdragelsesaftale, som er blevet forhandlet på plads. Højre side af figuren viser, at hvis der tegnes en W&I-forsikring, overgår en del af sælgers ansvar/risiko til forsikringsselskabet. I første omgang tages der ikke højde for, hvorledes købers risici påvirkes. Dette vurderes nærmere i afsnit 4.2.2.

¹⁸⁰ Stubbjær Andersen, 2013, Willis, s. 1-2

Figur 1



Kilde: egen tilvirkning (inspiration fra bilag 5, s. 4)

Det kan især være en fordel for sælger at søge at mindske sit ansvar, såfremt sælger ønsker at udtræde af en bestemt sektor eller et bestemt geografisk område, og sælger ikke længere ønsker at have et forhold til disse.¹⁸¹ En sådan "clean exit" er noget, som især private equity selskaber tilstræber, fordi cyklussen for private equity selskaber typisk er omkring 3 til 7 år, hvorefter ejerne ønsker at være i stand til at sælge eller likvidere selskaberne uden at skulle afvente udfaldet af diverse sager om garantier og erstatningskrav¹⁸²

Når sælger afgiver garantier og erklæringer i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse, har det traditionelt været sådan, at en del af købesummen spærres på en konto i en bank ("escrow") som sikkerhed for eventuelle brud på garantikataloget. Alternativt har parterne benyttet bankgarantier eller udskydelse med betaling af en del af købesummen i en given periode og på visse nærmere betingelser. Hvis der tegnes en W&I-forsikring, er det i høj grad forsikringsselskabet, der overtager sælgers forpligtelser, hvorfor købers behov for sikkerhed i tilfælde af brud på garantikataloget reduceres eller bortfalder.¹⁸³ Sælger kan herved få hurtigere adgang til hele købesummen.¹⁸⁴ Det er en fordel for sælger ikke at have penge bundet som sikkerhedsstillelse, da sælger dermed i stedet kan geninvestere sine penge i andre aktiviteter. Sælger har herved mulighed for at få øget indtjening, som ikke havde været mulig, såfremt beløbet var spærret.¹⁸⁵ Det er naturligvis en særlig fordel for sælger at få mere købesum udbetalt, hvis

¹⁸¹ Ellensen, 2016, Advokatfirmaet Haavind, s. 5

¹⁸² Ellensen, 2016, Advokatfirmaet Haavind, s. 7

¹⁸³ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 1

¹⁸⁴ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 1

¹⁸⁵ Ejerskifte.info, Generationsejerskifte, 2016, s. 16

sælger i forvejen har dårlig likviditet og dyre lån.¹⁸⁶ Det er tillige en fordel, at købesummen hurtigere kan fordeles til investorer.¹⁸⁷ I tilfælde af at sælger er en private equity fond, der skal likvideres efter salget af targetvirksomheden, kan investorerne hurtigere få udbetalt deres afkast, når der tegnes W&I-forsikring, og det er muligt at afvikle fonden hurtigere.¹⁸⁸

Såfremt der opstår et brud på det garantikatalog, som dækkes af W&I-forsikringen, retter køber sit krav mod forsikringsselskabet. Dette medfører, at sælger som udgangspunkt ikke skal bruge tid og ressourcer på forhandlinger og retssager omkring brud på garantikataloget. Sælgers håndhævelsesomkostninger og tidsforbrug mindskes ligeledes, og sælger kan i stedet flytte fokus til sin egne fortsættende forretningsaktiviteter.¹⁸⁹

4.2.2 Købers fordele ved at der tegnes W&I-forsikring

Når sælger afgiver garantier og erklæringer, og der ikke er tegnet en W&I-forsikring, skal sælger selv hæfte økonomisk for en række brud på garantikataloget. I tilfælde af at sælger er økonomisk nødlidende, eller der er risiko for, at sælger bliver dette, kan der opstå usikkerhed om, hvorvidt sælger økonomisk kan imødekomme et eventuelle erstatningskrav fra køber, især hvis køber har måttet acceptere et meget lavt beløb i escrow eller som tilbageholdt købesum.¹⁹⁰ Såfremt der tegnes en W&I-forsikring, skal forsikringsselskabet dække, og køberen opnår dermed som udgangspunkt en bedre økonomisk beskyttelse¹⁹¹ (naturligvis under forudsætning af, at forsikringsselskabet ikke også er nødlidende).

I auktionslignende processer, altså hvor der er flere interesserede købere på banen, vil de potentielle købere/budgivere, som tilbyder, at der tegnes en W&I-forsikring, typisk stå relativt stærkere. Dette skyldes især, at sælger vil finde det attraktivt med ingen eller begrænset tilbageholdelse af købesummen og deraf følgende større salgsprovenu pr. "closing" samt udsigt til færre efterfølgende tvister med køber.¹⁹² Herved kan køber differentiere sig selv, hvilket kan bruges aktivt i budprocessen.

Såfremt køber, i tilfælde hvor der ikke tegnes en W&I-forsikring, skal rette krav mod sælger om brud på garantikataloget, opstår der håndhævelsesomkostninger, og specielt når sælger og køber er placeret i forskellige jurisdiktioner, kan der opstå juridiske og praktiske vanskeligheder med at gennemtvinge de

¹⁸⁶ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 2

¹⁸⁷ Illum, 2014, s. 7

¹⁸⁸ Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 3

¹⁸⁹ AIG(2), 2016

¹⁹⁰ Ejerskifte.info, Generationsejerskifte, 2016, s. 16

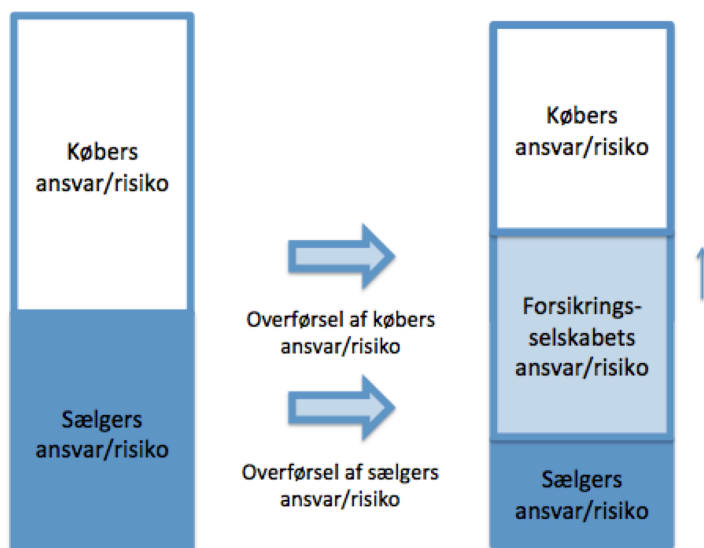
¹⁹¹ Von Barnekow, 2012, Plesner, s. 1

¹⁹² Von Barnekow, 2012, Plesner, s. 2

rettigheder, som man mener at have. Der vil i den forbindelse være mange ressourcer og meget besvær forbundet med at opnå dom og efterfølgende håndhæve dommen mod parter i visse udenlandske jurisdiktioner, særligt hvis der er tale om mere fjerntliggende og "eksotiske" jurisdiktioner.¹⁹³ Såfremt der er tegnet en W&I-forsikring, har køber derimod som udgangspunkt ingen eller væsentligt lavere sagsomkostninger, da forsikringsselskabet som udgangspunkt dækker sagsomkostninger, såfremt køber retter et krav mod forsikringsselskabet.¹⁹⁴

Forsikringsselskabet er desuden ofte villig til at dække længere perioder og med en større "cap" end sælger.¹⁹⁵ Som noget meget væsentligt dækker sælger typisk kun *direkte* tab i forbindelse med brud på garantikataloget, hvorimod der er praksis for, at W&I-forsikringer tillige dækker *indirekte* tab.¹⁹⁶ Køber får derved i det hele taget en bredere dækning hos forsikringsselskabet, end køber ville have haft i forhold til en sælger. Dette kan illustreres ved nedenstående figur (figur 2). Figuren bygger videre på figur 1 (jf. afsnit 4.2.1 ovenfor) og viser fortsat, at såfremt der tegnes en W&I-forsikring, overgår en del af sælgerens ansvar/risiko til forsikringsselskabet. Derudover viser figuren, at også købers ansvar og risiko mindskes, når der tegnes en W&I-forsikring.

Figur 2



Kilde: egen tilvirkning (inspiration fra bilag 5, s. 4)

¹⁹³ AIG(2), 2016, s. 5

¹⁹⁴ Bilag 2, interview med Tine Olsen, tid 20:37

¹⁹⁵ Von Barnekow, 2012, Plesner & AIG(2), 2016, s. 9

¹⁹⁶ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 20:47

4.2.3 Fælles fordele for sælger og køber ved at der tegnes W&I-forsikring

Sælger og køber har typisk forskellige subjektive vurderinger af sandsynligheden for de ukendte risici i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse. Dette kan muligvis afspejles forkert i købsprisen, når der ikke tegnes en W&I-forsikring. Såfremt der tegnes en W&I-forsikring, kan risikoen nemmere kapitaliseres, da forsikringsselskabet foretager sin egen vurdering af den overordnede risiko for garantibrud. Forsikringsselskaberne kan prissætte risikoen bedre end sælger og køber, da de kan se på de gennemsnitlige tab, der opstår som følge af brud på garantier.¹⁹⁷ Denne risiko kan umiddelbart aflæses ud fra den præmie, som forsikringsselskabet opkræver. Når der sker en kapitalisering af risiko, er det tillige nemmere for køber at afgive et gennemsigtigt og konkurrencedygtigt købstilbud.¹⁹⁸

Der opstår nemt uenighed mellem sælger og køber i forbindelse med forhandling af garantierne og deres rækkevide.¹⁹⁹ Typisk bruger sælger og køber rigtigt meget tid og energi på at enes om garantidækningens omfang og periode samt størrelsen af escow/bankgaranti/tilbageholdt købesum.²⁰⁰ Såfremt der tegnes en W&I-forsikring, kan det forebygge eller løse eventuelle uoverensstemmelser mellem sælger og køber.²⁰¹ W&I-forsikringen går typisk ind og dækker afstanden mellem, hvad sælger og køber ikke kan blive enige om, hvorfor W&I-forsikringer kan have den fordel, at der gennemføres transaktioner, som ellers ikke var indgået, da parterne ikke kunne nå til enighed.²⁰²

Sælger kan have afgørende færdigheder og netværk, som køberen gerne vil benytte efter overdragelsen, eksempelvis gennem agent-, service-, rådgivnings- eller lønproduktionsaftaler. Derudover kan køber være afhængig af at have forretningsforbindelser med sælger i fremtiden. På den baggrund kan køber være tilbageholdende med at gøre krav gældende mod sælger, såfremt der sker et garantibrud.²⁰³ Såfremt køber slipper for at rette kravet mod sælger men kan gå direkte til forsikringsselskabet, vil W&I-forsikringen alt andet lige medvirke til at beskytte samarbejdet og de gode relationer imellem sælger og køber.²⁰⁴

¹⁹⁷ Hoffman & Gerber, 2011, s. 2

¹⁹⁸ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

¹⁹⁹ Ferera & Tingle, 2016, Jones Day, s. 1

²⁰⁰ Von Barnekow, 2012, Plesner, s. 2

²⁰¹ Kemplar & Smith, 2016, Komann Reumert, s. 1

²⁰² Overby, 2015, Hafnia Advokatfirma, s. 1

²⁰³ Kemplar, 2015, Kromann Reumert, s. 1

²⁰⁴ AIG(3), 2016, s. 5

4.2.4 Ulemper ved W&I-forsikringer

Der skal selvfølgelig betales en forsikringspræmie. Dette er en omkostning som rammer køber og/eller sælger, uanset om der opstår et garantibrud eller ej. I praksis deler parterne denne 50/50.²⁰⁵ En sådan omkostning er pr. definition en ulempe i sig selv, og jo større omkostningen er, jo større er ulempen.

Desuden er det relevant at være opmærksom på, at såfremt der opstår et garantibrud, der er omfattet af W&I-forsikringen, opnår den dækningsberettigede ikke dækning fra krone 0, da forsikringen udover maksimumdækningen har nogle "bundgrænser". For at man kan rette et krav mod forsikringsselskabet, skal det således være højere end både selvriskoen (indtil denne er fuldt eroderet) og policens de minimis-grænse.

Derudover vil det ofte blive oplevet af sælger og køber og deres rådgivere som tidskrævende at tegne en W&I-forsikring.²⁰⁶ I realiteten er det dog ikke særligt tidskrævende, men de ofte meget hektiske omstændigheder, som M&A-processerne foregår under, får alligevel parterne til at opleve W&I-forsikringen som et forstyrrende element. Forsikringsselskabet skal blandt andet inddrages i due diligence undersøgelserne og i visse tilfælde tillige spørges om en holdning til dækning af garantikataloget. Alt dette kan dog i praksis gøres over 3-7 arbejdsdage, når der er virkeligt pres på.

Derudover kan W&I-forsikringer medføre generel usikkerhed for nye brugere, da vilkårene er relativt komplicerede.²⁰⁷ Eftersom de endnu ikke er særligt anvendte, er mange aktører heller ikke helt sikre på, hvordan det fungerer i praksis, og hvilken sikkerhed de reelt giver sælger og køber. Der er undtagelser til forsikringens dækningsomfang, hvorfor mange vil mene, at dækningsomfanget er utilstrækkeligt.²⁰⁸ Sælger er fortsat ansvarlig for en række garantier og erklæringer, som der ikke kan opnås forsikringsdækning på. Dette kan måske komme bag på de mere uerfarne købere/forsikringstagere, som troede at de ville være dækkede imod *alle* garantibrud, når først de havde truffet selve beslutningen om at tegne W&I-forsikring.

Som udgangspunkt opnår køber bedre dækning hos forsikringsselskabet end hos sælger, men dette forudsætter, at der er sikkerhed for forsikringsselskabernes betalingsdygtighed. Der er tale om en tredjepart, som parterne ofte ikke har nogen løbende relation til, og man ved ikke nødvendigvis, hvem der

²⁰⁵ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 20:17

²⁰⁶ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1

²⁰⁷ Kornerup & Hagstrøm, 2016, Bech-Brun, s. 1

²⁰⁸ Stubkjær Andersen, 2013, Willis, s. 1

står bag forsikringsselskaberne, hvor de har hjemsted, og om man overhovedet kan få penge ud af dem, når skaden opstår og kravet rejses.²⁰⁹ Dette bevirker, at det giver god mening, hvis parterne selv, deres forsikringsmæglere eller øvrige rådgivere foretager en vis due diligence i forhold til forsikringsselskabet og soliditeten af de bagvedliggende syndikater og genforsikringsarrangementer.

4.3 Samlet vurdering af hvornår W&I-forsikringer bidrager til transaktionens samlede værdi

Det er svært at sige noget generelt om, hvornår W&I-forsikringer bidrager til værdien i en M&A-transaktion. Der bør derfor foretages en konkret afvejning i den enkelte situation af hhv. fordelene og ulemperne. Nedenstående figur (figur 3) opstiller på baggrund af ovenstående fordele og ulemper, hvilke elementer, der skal tages med i vurderingen af, hvorvidt W&I-forsikringer bidrager til den samlede værdi af transaktionen.

Figur 3

Fordele	Ulemper
• Sælger og købers risici reduceres • Behov for escrow m.v. mindskes • Håndhævelsesomkostninger mindskes • Kan bruges aktivt i budproces • Kapitalisering af risici • Nemmere forhandlinger omkring garantikataloget og betalingsvilkår • Forbedrede muligheder for at opretholde god relation ml. sælger og køber	• Forsikringspræmien som direkte udgift • Omkostninger og tidsforbrug i forbindelse med forsikringstegning • Ikke alle risici kan forsikres

Kilde: egen tilvirkning

Sælger og købers risikovillighed har stor betydning for vurderingen af, hvorvidt det skaber værdi at tegne en W&I-forsikring. Jo mere risikoaverse parterne er, jo mere fordelagtigt er det for parterne at tegne en W&I-forsikring. Parterne er som udgangspunkt villige til at betale for en forsikring, så længe forsikringspræmien er lavere end parterne sikkerhedsækvivalent/risikopræmie.

²⁰⁹ Bilag 4, interview med Jeppe Buskov, tid 22:47

Alle disse effekter afhænger blandt andet af, hvor stor transaktionen er. Jo større en transaktion, jo flere ukendte risici er der typisk, og eftersom fordelene ved at slippe for risici blandt andet skal overstige omkostningerne ved forsikringstegning, kræver det, at transaktionen har en vis størrelse. Såfremt det er en meget lille transaktion, hvor der kun er få ukendte risici, vil det formentlig ikke kunne betale sig for parterne at bruge omkostninger og tid på at tegne en W&I-forsikring. Dette skal også ses i lyset af, at W&I-forsikring i praksis slet ikke tegnes for forsikringspræmier under et vist beløb (ca. € 50.000, jf. afsnit 2.3.2 ovenfor) idet forsikringsselskaberne skal have en vis kompensation for det administrative arbejde med at gennemføre tegningsprocessen, som er påkrævet uanset transaktionens størrelse.

Når sælger gennem W&I-forsikringen slipper for ansvaret og erstatningspligten i relation til en række garantier, må man alt andet lige formode, at sælger vil give sig nemmere i forhandlingerne vedrørende netop disse garantier. Dette kan skabe overordnet værdi, i den forstand at W&I-forsikringerne bliver et relevant redskab til dels at få flere M&A-forhandlinger til at falde på plads som sådan og dels at få dem gennemført med færre tvister og unødige omkostninger i kølvandet. Begge disse virkninger må alt andet lige antages at være til gavn for erhvervslivet og samfundet.

4.3.1 Praktiske eksempler

Et praktisk eksempel²¹⁰ på en W&I-forsikring, der skaber værdi, finder man i forbindelse med en konkret auktionsproces, hvor der var flere mulige købere af et selskab. Der var fire af disse potentielle købere, der alle havde tilbudt sælger € 80 mio. i købesum for selskabet med en garanti cap på € 8 mio. og "escrow account". En af dem (herefter Køber 1) bød på targetvirksomheden og tilbød samtidig tegning af en W&I-forsikring, hvilket gjorde at buddet differentierede sig positivt fra de andre bud og var mere attraktivt for sælger. Køber 1 kunne som følge af forsikringstegningen tilbyde sælger € 80 mio. men med en reduceret garanti cap og escrow account på kun 1 pct. af enterprise value, hvilket udgjorde € 800.000. Køber 1 købte en forsikring med en erstatningsgrænse på € 7,2 mio. over € 800.000. Det blev således skrevet ind i overdragelsesaftalen, at hvis køber havde krav på over € 800.000, skulle de rettes mod forsikringsselskabet. På den måde gjorde køber sit tilbud mere attraktivt ved at tilbyde lavere garanti cap og escrow i kombination med W&I-forsikring, hvilket som udgangspunkt var værdiskabende for både sælger og køber.

²¹⁰ O'Brien, Roberts & Fassbach, 2014, Howden, s. 13-14

Der kan også gives et andet praktisk eksempel²¹¹, der viser, hvordan en W&I-forsikring kan bidrage til den samlede værdi af transaktionen. Eksemplet viser for det første fordelene ved, at behovet for escrow mindskes, hvilket kan få indflydelse på købsprisen, og for det andet illustrerer det, at W&I-forsikringer kan løse op for forhandlinger, der ellers var kørt fast: Et investeringsselskab ville købe en virksomhed for \$ 100 mio., men sælger og køber kunne ikke blive enige om garanti cap og escrow amount. Køber ville gerne have 20 pct. af købesummen som maksimum for garantikrav og med matchende escrow amount, mens sælger kun ville gå med til 10 pct. på begge parametre. Køber undersøgte da muligheden for at tegne en forsikring, der kunne medvirke til at fjerne afstanden mellem parternes seneste bud. Køber modtog herefter et tilbud på en W&I-forsikring med en dækningssum på \$ 19 mio. over en selvrisiko på \$ 1 mio, hvilket gav køber mulighed for at give sælger et helt andet tilbud, hvor sælgers ansvar og escrow account var reduceret til \$ 1 mio. Køber ville da til gengæld give en lavere købspris, nemlig \$ 96 mio. Sælger accepterede dette og fik \$ 95 mio. på salgsdagen, samtidig med at der blev sat \$ 1 på escrow account. Dette var en likviditetsmæssig fordel for sælger, da han ellers på salgsdagen (alt efter hvad sælger og køber måtte være blevet enige om), kun ville have modtaget mellem \$ 80-90 mio. Resten af købesummen op til \$ 100 mio. skulle have været indsat på en escrow account. Selvom køber skulle betale \$200.000 i forsikringspræmie, var det en klar fordel for køber at tegne forsikringen, da køber slap med en købesum, som var \$ 4 mio. lavere end det oprindeligt aftalte beløb.

4.4 Konklusion på integreret analyse

Når man skal afgøre, hvorvidt en W&I-forsikring skaber værdi i forbindelse med en konkret virksomhedsoverdragelse, skal det vurderes, hvorvidt fordelene ved forsikringerne overstiger ulemperne. En W&I-forsikring skaber umiddelbar værdi ved, at behovet for escrow mindskes, således at der ikke er bundet penge på en bankkonto. Tilsvarende gælder i relation til andre former for sikring af købers garantikrav, eksempelvis gennem bankgaranti eller delvis tilbageholdelse af købesummen, som ligeledes giver sælger bedre muligheder for en hurtig og "clean" exit. Desuden er der lavere håndhævelsesomkostninger for sælger og køber i forbindelse med garantibrud, der er omfattet af forsikringen. Ydermere skaber det typisk værdi for både sælger og køber, at de ukendte risici allokeres til forsikringsselskabet. Endelig kan W&I-forsikringer i mange tilfælde lette presset på kontraktforhandlingerne mellem sælger og køber og medføre, at der gennemføres transaktioner, som ellers ikke ville blive gennemført. For at en W&I-forsikring skaber værdi for en virksomhedsoverdragelse, er det dog nødvendigt, at disse forhold overstiger ulemperne ved, at der tegnes en W&I-forsikring. Ulemperne

²¹¹ O'Brien, Roberts & Fassbach, 2014, Howden, s. 12-13

inkluderer blandt andet forsikringspræmien, som parterne skal betale til forsikringsselskabet. Derudover er der visse omkostninger og tidsforbrug i forbindelse med tegningen af en W&I-forsikring, ligesom der er risikoen for at parterne misforstår W&I-forsikringens rækkevidde. Tegningen af W&I-forsikringer vil formentlig være mest relevant og velegnet i større transaktioner, da disse typisk er behæftet ved flere risici, samt i transaktioner med deltagelse af private equity selskaber, som gerne vil sikres en hurtig og "clean" exit. Overordnet skal det også sikres, at der er et rimeligt forhold mellem forsikringspræmie og købspris, hvilket bevirker, at W&I-forsikring sjældent vil blive anvendt i de helt små transaktioner

Kapitel 5: Konklusion

Køberen i en virksomhedsoverdragelse vil både kræve og forvente, at sælgeren afgiver visse garantier og erklæringer omkring targetvirksomhedens forhold, således at sælger bliver erstatningsansvarlig, såfremt der sker garantibrud. Køber kan tegne en W&I-forsikring, der i vidt omfang dækker sælgers brud på garantikataloget, og køber kan dermed i stedet rette sine krav mod forsikringsselskabet. W&I-forsikringer dækker som udgangspunkt kun ukendte risici, og kun såfremt der er foretaget sædvanlige due diligence undersøgelser. Først køber kan opnå dækning, skal selvriskoen eroderes (og hvert enkelt tab skal være over de minimis). Forsikringen dækker som udgangspunkt ikke, hvis køber i forbindelse med forsikringstegningen har afgivet urigtige eller ufyldestående oplysninger. Såfremt sælger har udvist svig, dækker forsikringen fortsat overfor køber, men forsikringsselskabet har regresret overfor sælger.

Køber risikoafdækker sædvanligvis ved at foretage undersøgelser af targetvirksomheden for at verificere, sælgers oplysninger og for at opdage både kendte og ukendte risici. Sælger vil ofte afgive garantier og erklæringer, hvis sælger ikke er bekendt med mangler, men det er dog ikke altid i sælgers interesse at afgive garantier og erklæringer på alle ukendte risici. Såfremt der tegnes en W&I-forsikring, vil sælger og køber fortsat foretage due diligence undersøgelser, men sælgers optimale strategi og sælgers villighed til at afgive garantier ændres muligvis, da de ukendte risici ikke i samme omfang påhviler sælger.

En W&I-forsikring kan ofte skabe værdi for parterne i en virksomhedsoverdragelse, eftersom (i) behovet for escrow mv. mindskes og sælger dermed har forbedrede muligheder for en hurtig og "clean" exit, (ii) håndhævelsesomkostningerne for sælger og køber er lavere, (iii) de ukendte risici allokeres til forsikringsselskabet, (iv) W&I-forsikringer kan lette presset på forhandlingerne mellem sælger og køber, og (v) mulighederne for at opretholde gode relationer mellem sælger og køber forbedres, når sandsynligheden for efterfølgende indbyrdes tvister reduceres. På den anden side er der nogle omkostninger ved W&I-forsikringer, der altid skal vejes konkret op imod de førnævnte fordele. Det drejer sig blandt andet om (i) forsikringspræmien (ii) selvriskoen og de minimis-grænsen, (iii) omkostninger og tidsforbrug i forbindelse med tegningen af en W&I-forsikring, og (iv) det forhold, at W&I-dækningen trods alt ikke dækker alle garantikrav. Helt overordnet kan man sige, at for at W&I-forsikring kan skabe værdi for en virksomhedsoverdragelse, skal fordelene være større end ulemperne. Dette vil afhænge af den konkrete situation, men generelt må det antages, at W&I-forsikringer er mest velegnede og værdiskabende i større transaktioner og i transaktioner, som involverer private equity selskaber.

Litteratur – og kildeliste

Bøger

Andersen, Eigil Lego. 1992. Kontrakter om virksomhedskøb. København: GAD.

Andersen, Ib. 2013. Den skinbarlige virkelighed: vidensproduktion i samfundsvidenskaberne. Frederiksberg: Samfundslitteratur. 5. udgave.

Andersen, Lennart Lynge & Madsen, Palle Bo. 2012. Aftaler og mellemænd. København: Karnov Group. 6. udgave.

Blume, Peter. 2009. Juridisk metodelære. København: Jurist – og Økonomiforbundets Forlag. 5. udgave.

Eide, Erling & Stavang, Endre. 2008. Rettsøkonomi. Oslo: Cappelen Akademisk forlag. 6. udgave.

Gianelli, Karsten; Hjortsø, David Sander; Petersen, Thomas Hjortkjær; Salling, Nikolaj & Zeuthen, Jannik Ettrup Zeuthen. 2016. Køb og salg af virksomheder: en håndbog. København: Karnov Group. 1. udgave.

Hansen, Johannus Egholm & Lundgren, Christian. 2014. Køb og salg af virksomheder. København: Nyt Juridisk Forlag. 5. udgave.

Howson, Peter. 2003. Due Dilligence: the critical stage in Mergers and Acquisitions. England: Gower.

Knudsen, Christian. 1997. Økonomisk metodologi bind 2: virksomhedsteori og indsustriøkonomi. København: Jurist – og Økonomiforbundets Forlag. 2. udgave.

Macho-stadler, Inés & Pérez-Castrillo, J. David. 2001. An introduction to the economics of information: incentives and contracts. New York: Oxford University Press. 2. udgave.

Rankine, Denzil & Howson, Peter. 2006. Acquisition essentials: A step-by-step guide to smarter deals. Harlow: Financial Times Prentice Hall.

Sørensen, Ivan. 2015. Forsikringsret. København: Jurist – og Økonomiforbundets Forlag. 6. udgave.

Tvarnø, Christina D. & Nielsen, Ruth. 2014. Retskilder og retsteorier. København: Jurist – og Økonomiforbundets Forlag. 4. udgave.

Wejp-Olsen, Michael & Ladegaard, Lise. 2016. Corporate Acquisitions and Mergers in Denmark. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.

Artikler & rapporter

Akerlof, George A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, 1 August 1970, Vol. 84(3), s. 488-500.

Lando, Henrik. How to Allocate Risk in a Large Construction Project: A theoretical framework applied to central contract terms.

Posner, A. Richard. The Law and economics of contract interpretation, Texas Law Review (1984). p. 1-44

Ross, Alf. 1971. Om ret og retfærdighed: En indførelse i den analytiske retsfilosofi. København: Nyt nordisk forlag Arnold Busck, 4. Oplæg.

Shavell, Steven. 1987. Economic Analysis of Accident Law. Cambridge, US: Harvard University Press: 31 March 1987.

Shavell, Steven. 1994. Acquisition and disclosure of information Prior to Sale. The RAND Joournal of Economics, 1 April 1994, Vol.25(1), pp.20.36.

Spence, Michael. Consumer Misperceptions, Product Failure and Producer. The Review of Economic Studies, Vol. 44, No. 3 (Oct., 1977), pp. 561-572.

Sykes, Alan O. The Economics of Vicarious Liability. The Yale Law Journal, Vol. 93, No. 7 (Jun., 1984), s. 1235

Østergaard, Kim. 2014. Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvidenskaben - Et eksempel på hvorledes den erhvervsøkonomiske forskning kan medvirke til at kvalificere indholdet i forhandlerkontrakter og dermed den retsdogmatiske forskning og empiri, hvorved der er mulighed for at opnå kvasirente.

Artikler & rapporter skrevet af advokatselskaber, forsikringsselskaber eller forsikringsmæglere

AIG(1). 2016. What Happens After the Deal Closes? Representations and Warranties Insurance Global Claim Study. Nordics edition. Link: <http://www.aig.dk/content/dam/aig/emea/denmark/documents/ma-claims-trends.pdf>

AIG(2). 2016. Mergers & Acquisitions: Warranty and Indemnity Insurance. Link: <https://www.aig.co.uk/content/dam/aig/emea/united-kingdom/documents/Mergers-and-Aquicisitions/warranty-and-indemnity-brochure.pdf>

Bell, Travis. 2016. Escrows sv. Representations & Warranties Insurance: how the choice can alter deal dynamics. SRS Acquiom. Link: <https://srsacquiom.com/resources/escrows-vs-representations-warranties-insurance/>

Ejerskifte.info. Marts 2016. Tegn en forsikring før du gennemfører en virksomhedsoverdragelse. Media planet. Link: http://www.cbs.dk/files/cbs.dk/eksempel_-_generations-_ejerskifte_2.pdf

Ellensen, Siren S. 2016. M&A Representations and Warranties insurance (W&I insurance) – a growing risk management trend in the deal market. Haavind. Link: <https://haavind.no/content/uploads/2016/04/ma-representations-and-warranties-insurance-wi-insurance1.pdf>

Ferera, Leon & Tingle, Andrew. 2016. Jones Day. Current Trends in Warranty and Indemnity Insurance in M&A Transactions Governed by English Law. Jones Day. Link: http://www.jonesday.com/files/Publication/05616d9c-ae46-42c6-814e-7b016a5e14e8/Presentation/PublicationAttachment/27c1fbd1-b7d4-4d81-804a-9121b3e964bb/Current_Trends_in_WI_Insurance.pdf

French, Richard & Rowlands, Caroline. Management Warranties: The perils of moral hazard. Howden. Link: <http://www.howdenmergers.com/documents/downloads/private-equity.pdf>

Goldman, Jeremy. 2013. Warranty and indemnity insurance – a buyers and sellers panacea or “fools gold”. KCL Law. Link: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=210f460b-a50a-4de2-b736-d3c29dc00da8>

Gjøl-Trønning, Thomas & Rubinstein, Anders. 2012. Sælgers oplysningspligt og købers undersøgelsespligt i virksomhedsoverdragelser. Bech Bruun. Link: <http://www.bechbruun.com/-/media/Files/Videncenter/Artikler/Corporate/2012/Sælgers+oplysningspligt.pdf>

Hoffman, Geoff & Gerber, Davis. 2011. M&A warranty and indemnity insurance... a buyer's perspective. Clayton Utz. Link: <https://www.claytonutz.com/knowledge/2011/june/m-a-warranty-and-indemnity-insurance-a-buyer-s-perspective>

Kemplar, Bent. 2015. W&I-forsikringer: afdæk risici ved virksomhedssalg. Kromann Reumert. Link: <https://www.kromannreumert.com/Insights/2015/Wogl-forsikringer-Afdaek-risici-ved-virksomhedssalg>

Kemplar, Bent & Smith, Peter. 2016. Kromann Reumert. Forsikringer af M&A-transaktioner – Warranty & Indemnity Insurance. Revision & Regnskabsvæsen. RR.2016.04.0046.

McNamara, Mark & Ward, Philip. 2017. Bullseye: Managing your warranty & Indemnity insurance process. King & Wood Mallesons. Link: <http://www.kwm.com/en/au/knowledge/insights/warranty-indemnity-insurance-mergers-acquisitions-issues-traps-worth-20170227>

O'Brien, Joe; Roberts, Mark & Fassbach, Burkhard. 2014. A Bird's-Eye View of Transactional Liability. Howden. Link: http://www.fassbach.com/media/raw/Transactional_Liability_Insurance_Germany_March_2014.pdf

Overby, Lars Rosenberg. 2015. Hafnia Advokatfirma. Warranty & Indemnity Insurance: Hvad, hvordan og hvorfor? – en oversigt. Erhvervsjuridisk Tidsskrift. ET20150133-01.

Pearson, Chris & Whear, David. 2015. Buy-side warranty and indemnity insurance. Norton Rose Fulbright. Link: <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/133972/buy-side-warranty-and-indemnity-insurance>

Risse, Joerg & Haller, Heiko. 2017. Post-M&A: Warranty & Indemnity Insurance Changes the Scene. Baker McKenzie. Link: <https://globalarbitrationnews.com/post-ma-arbitration-warranty-indemnity-insurance-changes-the-scene/>

Sistrunk, Jeff. 2015. 5 Tips To Get The Most Out Of Rep & Warranty Insurance. Law 360. Link: <https://www.law360.com/articles/716847/5-tips-to-get-the-most-out-of-rep-warranty-insurance>

Stubkjær Andersen, Klaus, 2013. &A Forsikringer: Et værktøj til hurtigere, smidigere og mere omkostningseffektive transaktioner. Willis. Link: <http://dvca.dk/wp-content/uploads/2016/11/Willis-artikel-MA.pdf>

Taylor, Rachel & Woods, Reuben. 2016. W&I Insurance tip sheet. DLA Piper. Link: <https://www.dlapiper.com/~media/Files/Insights/Publications/2016/11/84Warranty%20%20Indemnity%20Insurance%20Tip%20Sheet.pdf>

Von Barnekow, Frederik. 2012. Plesner. Garantiforsikring i virksomhedsoverdragelser. Revision & Regnskabsvæsen. RR.2012.08.0034.

Love

Lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (aftaleloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 193 af 2. marts. 2016.

Lov om forsikringsaftaler (forsikringsaftaleloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 1237 af 9. november 2015.

Lov om køb (købeloven), jf. lovbekendtgørelse af 17. februar 2014.

Domme

UfR 2004.1784 H. Køber var berettiget til at ophæve aftale om køb af virksomhed. Højesterets dom af 15. april 2004.

UfR 2005.761 SH. Investeringsaftale ikke ugyldig på grund af svig eller uvirksom på grund af svigtende forudsætninger. Sø- og Handelsrettens dom af 15. april 2004.

PowerPoints-præsentationer

Illum, Mads. 2014. An introduction to W&I Insurance. Rønne & Lundgren. Link:

http://dabf.dk/images/2015_Follow_Up/WI%20Presentation%20DABF.pdf

Kornerup, Niels & Hagstrøm, Anders. 2016. M&A-forsikringer: Selskabsdagen 2016. Bech-Brun. Link:

<http://mobil.bechbruun.com/-/media/Files/Videncenter/Kursusmateriale/2016+->

[+Selskabsdagen+2016/Selskabsdagen+2016++MAforsikringer+v+NK+og+AHAG++5+december.pdf?la=da](http://mobil.bechbruun.com/-/media/Files/Videncenter/Kursusmateriale/2016+-Selskabsdagen+2016/Selskabsdagen+2016++MAforsikringer+v+NK+og+AHAG++5+december.pdf?la=da)

Bilag 1: Transskribering af møde/interview med Rikke Falsner (1)

Tirsdag den 31. januar 2017

Interviewer: Amanda Merser

Interviewede: Rikke Falsner (Project Manager hos Aon M&A Solutions)

Tid	Person	Udtalelse
01:35	Amanda	Først har jeg lige nogle spørgsmål omkring dækningsomfanget. Jeg har læst, at de typiske skader, der ikke bliver dækket, er kendte forhold og fremadrettede garantier. Har du nogle eksempler på, hvad det kunne være i praksis?
01:48	Rikke	Ja, altså hele konceptet omkring transaktionsforsikringer er, at de dækker de ukendte forhold. Så du kan sige, at det er rigtigt nok, at kendte forhold er ekskluderet fra forsikringen, men sådan helt konceptuelt dækker det overhovedet ikke noget som helst, som køber og sælger ved. Fremadrettede garantier kan være budgetter, hvis man siger, at man kommer til at tjene så og så mange penge det næste år. Jeg har også set leverandørgarantier, hvor man siger, at de her 6 leverandører kommer til at levere så og så meget, og vi skal betale dem så og så meget. Ellers nogle som skylder target penge, hvor de garanterer, at de kommer til at betale. Så alt hvad der simpelthen er ude i fremtiden. Der er også ... det er lidt teknisk, men du ved, at der er signing og closing, og der er ofte en periode imellem dér, hvor der kan være noget godkendelse fra konkurrencemyndighederne, eller hvad det nu kan være, og man kan faktisk ikke give en garanti på signing, som referer til closing, så du kan ikke sige på signing, at på closing ser det sådan her ud. En garanti er, hvordan forholdet er i dag.
03:10	Amanda	Hvis sælger eller køber afgiver svig eller urigtige oplysninger, så bliver det selvfølgelig heller ikke dækket vel?
03:22	Rikke	Nej, men det er faktisk ikke helt rigtigt, fordi svig kan godt dækkes, når det er en køberpolice. Når det er køber, der udtager den, så dækker forsikringen faktisk sælgers svig. Så hvis sælger har løjet bevidst, så dækker policen, men så har forsikringsselskabet regres mod sælger. Så det er simpelthen for, at køber ikke skal .. altså de kan jo ikke vide, hvis sælger lyver. Så der går forsikringsselskabet faktisk ind og dækker.
03:57	Amanda	Ja, er det så dyrere at tegne en køberforsikring, for så kan man jo sige, at den på en eller anden måde dækker mere måske?
04:03	Rikke	Nej, det er det ikke. Det er helt standard inkluderet i policerne. Altså du kan sige det på den måde, at sælger er stillet på samme måde uanset, om det er en sælger - eller en køberpolice. Så forsikringsselskabet overtager ikke ansvaret for sælgers løgn, fordi hvis det er en sælgerpolice, så dækker de bare ikke, hvis der er. Så på den måde, så ender det lidt det samme sted.
04:32	Amanda	Ja, det er rigtigt nok. Hvilke andre skadesformer bliver typisk ikke dækket?

- 04:41 Rikke Ekskluderede garantier omfatter operationelle risici. Altså vi ser ofte, hvis der er en produktansvarsskade. Hvis det er target, som laver noget pharma eller et eller andet, og de kommer til at lave en fejl, så dækker transaktionsforsikringen ikke, så skal de have en produktansvarspolice. Eller andre ting ... Det kan være "conditions of assets", altså tilstanden på bygninger som target ejer, hvis der er hul i taget eller sådan noget, det dækker de heller ikke. Transfer pricing, nu ved jeg ikke hvor meget du ved om det, men det er, hvis du har en koncern, hvor der er nogle datterselskaber, så laver man sådan en skattestruktur, hvor man kan flytte aktiver rundt imellem og udveksle penge imellem selskaberne. Det dækker de heller ikke for, fordi de gider ikke at dække, at man handler med sig selv.
- 05:48 Amanda Så læste jeg noget om bøder. Der er nogle typer bøder, der kan blive dækket, og så er der nogle, der ikke kan.
- 05:55 Rikke Ja, punitive damages kalder vi det. Alt blander jeg sammen i dansk og engelsk, fordi alt foregår på engelsk. Bøder som man ikke kan dække i henhold til lokal lovgivning. Altså der er nogle bøder, som forsikringsselskaber ikke må dække i henhold til dansk lovgivning. Det kan forsikringen ikke, men man kan faktisk godt få med nogle andre typer bøder, som ikke er ulovlige at dække, men det er meget genstand for forhandling, hvor vigtigt det er for sælger. Men det er rigtigt, punitive damages er ekskluderet. Anti bribery, altså bestikkelsesklausuler, det kan man godt nogle gange i Danmark få dækket, hvis man kan bevise, at man har procedurer for det her, og du har uddannet dit personale og sådan noget. Men hvis du vil have sådan en klausul, hvis du køber noget i Kina, så kan man godt glemme det, fordi det er sådan et rimeligt udsat sted, ikke?. Miljø kan du heller ikke rigtigt. Man kan godt få dækket sådan noget med, at de har tilladelserne til at operere og tilladelser til at drive den virksomhed, som de nu gerne vil, men man kan ikke dække den risiko, at de har forurennet den jord, hvor de arbejder på. Og igen det er lidt tilbage til det der med operationel. Lige så snart det er noget ... sådan en fysisk skade, så vil de ikke dække det. Ofte fordi det er ... altså alle de her eksklusioner det kommer af at forsikringsselskabet ikke kan underwrite det, altså de kan simpelthen ikke undersøge risikoen. Hvis man skal tjekke, om jorden er forurennet, så skal du ned at bore i jorden, hvilket så også betyder at nogle af de her ting kan man i teorien faktisk godt få dækket, hvis du går ned. Altså hvis køber simpelthen har været nede i jorden og altså fuldstændig kan bevise, at der ikke er noget her, så kan man forhandle om det. Og så alle ting, som køber ikke har lavet due dilligence på. Altså hvis de har et datterselskab i Ukraine, hvor der sidder én medarbejder og taster noget ind på computeren, så skal man i teorien lave due dilligence på det. Man skal lave ... man kan så lave ... du kan godt få et dansk advokatfirma til at sidde og undersøge, om det er okay i Ukraine, men altså konceptet er, at du skal engagere en ukrainsk advokat, som så kan lave en due dilligence dér for at få det dækket. Det er et af de største problemer vi oplever. Det er, at køber har så svært ved det, der hedder at "scope" sin due dilligence. Det vil sige okay, hvor meget skal vi egentlig undersøge for at få det dækket i garantierne.
- 08:57 Amanda Ja okay, er der typisk et maksimumbeløb for, hvad der bliver dækket, altså hvor meget der kan blive dækket?
- 09:07 Rikke Altså det foregår på den måde, at du har enterprise value som er virksomhedens værdi plus gæld, og det er ligesom det man går ud fra. Det er det, som køber skal betale, når

de køber virksomheden. Forsikringen matcher det cap, som er i overdragelsesaftalen. Hvis det er en køberpolice, så kan man godt købe mere sum, og det ligger ofte på mellem 10 til 30 pct. af enterprise value, og så matcher forsikringen. Lad os sige, at det er 30 pct., og så får du en forsikringssum, der er tilsvarende de 30 pct. En skade kan godt erodere alle de 30 pct., altså hele forsikringssummen. Der er nogle få områder, det er meget mere udbredt på andre typer forsikringer, hvor der kan være det, der hedder en sublimit, altså hvor der er en lavere dækning, dvs. du kun har 10 pct. eller 10 mio. kr. for den her type skader, og det er faktisk rigtigt sjældent, at vi ser det. Der er så det med ... nu ved jeg ikke, hvor meget du har sat dig ind i de minimis og selvrisko. De minimis er det minimums niveau for, hvor stor en skade skal være, før man kan anmelde den på policen eller for den sags skyld anmelde den under overdragelsesaftalen til sælger. Men så har du også en selvrisko, som svarer til det, der hedder basket i overdragelsesaftalen. Det er ret smart forsikringen matcher alle de her thresholds, som man har op igennem. Det betyder så, at du skal have skader for en værdi mere end den her. Det plejer at være 1 pct. Du kan så godt, det behøver ikke at være én skade, der eroderer hele selvriskoen. Det kan godt være flere skader. Når man så er over selvriskoen, så betaler forsikringsselskabet fra krone 0, som er selvfølgelig over de minimis og hele vejen op til forsikringssummen. Selvriskoen skal kun, modsat mange andre typer forsikringer, kun eroderes 1 gang. Altså hvis du får stjålet din mobiltelefon, så skal du hver gang betale den selvrisko på 500 kr., eller hvad det nu er, men det skal man ikke på de her typer forsikringer. Det er kun 1 gang.

- 11:26 Amanda Det er meget smart faktisk. Ja, fordi det tænker man jo ikke.
- 11:29 Rikke Nej, det gør man ikke, og det var noget, som vi brugte noget tid på at analysere i vores speciale. Det er det forhold, at en selvrisko er jo til for, at forsikringstager skal være mere agtpågivende overfor risiko, altså fordi de selv har noget at miste. Der brugte vi noget tid på at analysere. Jamen, altså fordi du kun skal erodere selvriskoen en gang, hvad så når selvriskoen er eroderet. Der er det jo lidt ... ja så kan man sige, at så kan de jo være ligeglade, men problemet er jo, at alle skader ... dér hvor sælger eller køber skal være agtpågivende, det er jo inden. Altså når man giver garantierne. For skaderne kan jo ikke rigtigt ske bagefter, fordi det handler om den information, som man vidste der. Så hvordan påvirker selvriskoen egentlig hele den dynamik. Det er ikke noget, som vi bruger så meget tid på i praksis, men det var noget, vi i teorien sådan brugte lidt tid på.
- 12:28 Amanda Jeg havde faktisk også tænkt, at jeg under den økonomiske del ville gå ind i incitamenter og sådan.
- 12:33 Rikke Lige præcis, lige præcis. Det er meget RKØ-agtigt.
- 12:43 Amanda Er det egentlig kun direkte tab, eller er det også indirekte tab, der bliver dækket?
- 12:51 Rikke Det er et godt spørgsmål. Umiddelbart kun direkte tab, men vi kan faktisk godt få indirekte tab dækket nogle gange. Det kræver så, at man begrænser sig på lidt andre punkter, men indirekte tab kan faktisk godt dækkes nogen gange.
- 13:10 Amanda Så har jeg nogle spørgsmål omkring lovgivningen generelt. Altså det meste er jo bare aftalereguleret ikke, og så forsikringsaftaleloven har nogle bestemmelser og så købeloven også lidt, men så ved jeg ikke, om der er så meget andet?

- 13:24 Rikke Nej, altså ... Hvis man læser køb og salg af virksomheder, så bliver man jo mere forvirret end det gavner i forhold til, om købeloven rent faktisk finder anvendelse på køb og salg af virksomheder. Mit udgangspunkt er, at det gør den, hvis man står foran en domstol. Så vil dommeren kigge til købeloven for at finde nogle retningslinjer. For som du siger, er det hele aftalereguleret. Det kan godt være rigtigt svært at anvende købeloven direkte, det bliver rigtigt meget analogt. Forsikringsaftaleloven finder også anvendelse, men forsikringsaftaleloven er jo en forbrugervenlig lovgivning, og i og med at det er to erhvervsdrivende, så er det nogle få paragraffer, der finder anvendelse. Selskabsloven, erstatningsansvarsloven. Erstatningsretlige principper. Det er et ret tomt område for lovgivning. Det kan jeg også huske, at vi døjede ret meget med i starten, men så skal man jo gå ind og analysere på lovgivningen og retspraksis og sådan noget, når der ikke rigtigt er noget.
- 15:00 Amanda Det er jo fordi man føler, at når det er et speciale, så skal man bruge lovgivningen sådan virkelig, men det behøver man jo ikke.
- 15:07 Rikke Nej nej, og hvis man slår op i erstatningsbogen, så fylder erstatning uden for kontrakt halvanden side eller sådan noget. Altså man skal virkelig selv finde det rundt omkring.
- 15:22 Amanda Før nævnte du det der med, at forsikringsselskabet havde regres mod sælger, hvis sælger havde udvist svig. Er der altid regresret, eller er det kun, hvis der er udvist svig. Ja mere generelt egentlig. Hvis forsikringsselskabet dækker noget for køber, har de så regresret mod sælger, eller er det kun hvis det er svig.
- 15:43 Rikke Det er kun svig. Grov uagtsomhed er der ikke regresret ved. Det man faktisk kan gøre, og det vi har gjort nogle gange, det er, at man i overdragelsesaftalen fjerner alt med, at køber har krav mod sælger. Det eneste, der står i overdragelsesaftalen, det er, at i tilfælde af sælgers svig har forsikringsselskabet regresret. Det vil sige alle de krav, som køber har mod sælger, det skal de anmelde på forsikringsanmeldelsespolice. Det er sådan en meget simpel måde at gøre det på.
- 16:21 Amanda Nu er det sådan mere praksisagtigt, men jeg læste, at en af de store grunde til, at de er ved at vinde indpas de her forsikringer, det er fordi, at de er blevet billigere. Hvad er der ellers af grunde.
- 16:35 Rikke Det er klart, at det økonomiske argument er rigtigt stærkt. I forhold til en escrow og den cost of capital, som en PE-fond har, så er det økonomiske argument ret indiskutabelt. Det som forsikringerne også kan, det er, at de i det, som hedder en competitive auktions proces, hvor man har flere købere og et target, så kan køber gøre sit bud mere attraktivt ved at have tegnet forsikring. XXX.
- 17:23 Amanda Ja, det er jo godt for sælger.
- 17:26 Rikke Og så er der også den ... det er sådan den lidt mere praktiske tilgang til det. Fordi det bliver mere og mere udbredt, så kan køberne ikke tillade sig ikke at gøre det, for hvad nu hvis de andre gør det. Det er nok den måde det udbreder sig lidt mere på. Det var jo oprindeligt et produkt, som blev udviklet til kapitalfondene, netop pga. det økonomiske argument, men vi kan se, at der er en del flere almindelige virksomheder, som begynder at bruge det. Simpelthen bare fordi det er godt for økonomien i det,

men også fordi det giver mening, i og med at forsikringen begynder at kunne dække flere og flere ting. De vil helst bare ikke have noget ansvar. De vil helst bare af med deres virksomhed og så ikke bruge mere tid på det.

- 18:18 Amanda Hvorfor tror du så ... nu læste jeg, er det i Sverige, hvor forsikringerne bliver brugt sindssygt meget, at vi ikke bruger det mere i Danmark?
- 18:27 Rikke Jeg tror, at Sverige var hurtigere til at begynde med det her. Altså allerede for 10 år siden var det meget populært i Sverige. Jeg tror, vi i Danmark ser den samme tendens, som de havde i Sverige for 5 – 7 år siden. Så jeg tror nok, at det skal komme, men det er et spørgsmål, som vi også sidder og undrer os over nogle gange, for vi bruger rigtigt meget tid på at uddanne advokater og tage ud til virksomheder og forklare det her, og i Sverige der ved alle, hvad det er, og næsten alle bruger det. Så der er sådan en eller anden diskrepans der, altså det er lige derovre, og der er rigtigt mange svenske fonde, som køber op i Danmark, men det er bare ikke lige så udbredt, men vi håber jo meget, at det bliver selvfølgelig. Ellers har jeg intet job.
- 19:13 Amanda Fordi når man hører om det, så tænker man jo, at det er en god idé, så man tænker det er underligt, at der ikke er flere, der bruger det, ikke?
- 19:20 Rikke Ja, det er det. Jeg kan huske, da jeg skulle forklare min speciemakker om det, og hun har aldrig haft hverken køb og salg af virksomheder eller transaktionsforsikring eller noget, så sagde hun, jamen hvorfor bruger alle det ikke, det lyder jo smart. Jamen, det er også et godt spørgsmål.
- 19:39 Amanda Tror du, hvis man tegner forsikringerne, at det påvirker resten af processen i forbindelse med køb af en virksomhed.
- 19:47 Rikke Det er også et rigtigt godt spørgsmål. Det var også noget, som vi brugte tid på i vores speciale. XXX. Forsikringsselskaberne stiller krav til køber og sælger om, at der bliver forhandlet, og det kan man se i overdragelsesaftalen. Den ryger jo frem og tilbage mellem køber og sælger, og så marker de den up. Det vil sige, at de gør den bredere eller begrænser den hele tiden, og hvis der ikke er beviset for, at de rent faktisk har haft denne forhandling, så sætter forsikringsselskaberne hælene i, og så siger de "hey det gider vi ikke at være med til, i bliver nødt til at forhandle, fordi vi spejler sælgers ansvar, vi skal ikke være dem der sidder og forhandler". Men igen det er jo, hvordan de gerne vil have, at det skal være i praksis, men vi ved også godt, at sælger har bare ikke incitamentet til det på samme måde. Det er altså sådan det er. Jeg vil ikke sige, at det er et problem, men det er virkelig noget, man skal være opmærksom på, og det er en af de her produkters svagheder. Det er, at de kan ændre forhandlingsdynamikken.
- 21:30 Amanda Nu er det mest garantiforsikringerne her. Er der andre typer forsikringer egentlig, som man kan tegne?
- 21:39 Rikke Ja, det er der. Der er W&I-forsikringer, som det hedder på engelsk. Det dækker over to forskellige ting. Det dækker over den klassiske transaktionsforsikring, der dækker ukendte forhold, men det dækker rent faktisk også over forsikringspolicer, der dækker kendte forhold. Det vil sige, at alle de ting, som jeg ekskluderede lige før, der er faktisk nogle af de ting, som man godt kan dække, hvis man finder ud af, at jorden er forurennet, fordi man har haft COWI ude at grave. Så får man COWI til at estimere, hvor

meget det koster og rense det op, og så siger de 10 mio. Så kan man godt gøre det. Så går man til sit forsikringsselskab, og så siger man "hvad nu hvis det kommer til at koste 20 mio.", fordi de 10 mio. er opdaget. Man skal huske, at alt det, der bliver opdaget, det handler køber og sælger af. Hvis køber finder ud af, at det koster 10 mio. at rense op, så siger de, at det er fint nok, vi tager 10 mio. fra i købesummen, men så siger køber, hvad nu hvis det rent faktisk koster 30 mio. kr. eller 20 mio. kr. at rense op, så kan man gå ud at tegne det der hedder known issues, som dækker på toppen af de 10 mio. Så man siger, at hvis det koster mere end 10 mio. at rense op, så dækker vi op til de 30. mio., og så får køber noget mere komfort, fordi de ikke lige pludselig står og får sådan en stor udskrivning, fordi der var noget, som de godt vidste var der. De vidste bare ikke, hvor voldsomt det var. Det kan man også gøre på skat. Det kan man gøre på litigation. Altså simpelthen hvis der er en verserende retssag, så kan man – og target står til, at hvis de taber, så koster det 10 mio. til skadelidte - så kan man faktisk gå ind og tegne en forsikringspolice, som dækker det tab, såfremt de skulle tabe den retssag. Det er et meget mere kompliceret produkt. Det er meget dyrere, og det kræver rigtigt meget arbejde fra advokater, der går ind og undersøger alt muligt, men det er muligt, og vi ser mere og mere af det. Jeg lavede noget skat i sommers og kigger nu på noget litigation, og for to år siden, der lavede vi slet ikke noget af det. Så det er en ting, der er begyndt at komme. Man kan virkelig mærke, at folk vil gerne betale sig fra risiko.

- 24:02 Amanda Okay. Hvis der opstår et tab, der skal dækkes, kommer forsikringsmæglerne så på banen igen, eller overhovedet ikke, eller er det kun inden, eller hvad man siger?
- 24:12 Rikke XXX. I princippet så er det, som flest gør, at de anmelder skaden til forsikringsselskabet, og så er det deres advokater, der kører det med forsikringsselskabet. Fordi de her forsikringer, de dækker det, der hedder defense costs, altså forsvarsomkostninger. Det vil sige købers udgifter til advokathjælp i forbindelse med en skade dækker forsikringspolice faktisk. Det er så med den sublimit som jeg snakkede om før, altså den dækker ikke helt op til ... altså man kan ikke bare lade en advokat sidde og køre afsted med 300 km i timen vel, men ja det dækker de faktisk.
- 25:14 Amanda Så har jeg egentlig kun lige en sidste ting her. Jeg ved ikke, om det er muligt, men nu tænker jeg alligevel at spørge. Det er ikke sådan, at man kunne se et eksempel på nogle betingelser eller sådan noget vel?
- 25:26 Rikke Jeg kan ikke hjælpe dig med det. Det, du kan gøre, er, at du kan tage fat i nogle af forsikringsselskaberne enten i Danmark eller i London og prøve at høre. XXX. Jeg ved ikke, om der er nogle, der vil gå med til det, men det er, hvis du laver et fortroligt speciale, at de måske vil, men jeg er i tvivl om det.
- 26:26 Amanda Nej okay, så den er lidt svær.
- 26:28 Rikke Ja, den er lidt svær nemlig.
- 26:32 Amanda Jeg tænkte også, at det ville være lidt svært, men det kunne jo være vildt fedt at have med, så derfor kunne det være godt.
- 26:37 Rikke Jamen, jeg er så enig. Altså det gør også opgaven noget nemmere, fordi det vi gerne ville have lavet var at have været inde og analysere de her klausuler, men det kunne vi

simpelthen bare ikke. Så jeg er helt enig. Det gør juradelen i hvert fald noget nemmere. Jeg tror også, at det må være en af de eneste typer forsikringer, hvor man ikke kan google det, og så kommer der et eksempel på betingelser op. Det er lidt et lukket land egentlig.

- 27:08 Amanda Ja, det er lidt svært. Jeg så din litteraturliste. Der er ikke et eller andet, der er kommet op efterfølgende, hvor du tænker, at det her bliver du nødt til at se.
- 27:24 Rikke Nej, det tror jeg ikke rigtigt. Jeg kan lige prøve at gå op at kigge, om jeg har fået noget. Vi har vores London kollegaer, som nogle gange sender os nogle links og sådan noget, men jeg tror det ikke rigtigt. Altså alt hvad vi har fundet der, det har simpelthen været ved voldsomme google-søgninger og sådan noget der.
- 27:48 Amanda Men jeg synes egentlig også, at lige i første omgang jeg søgte på det, at det var virkelig begrænset, men der er alligevel en del.
- 27:57 Rikke Ja, og så synes jeg også ... Altså mange af artiklerne, så tænker man, at der står det samme, men så står der sådan på side 3 et eller andet sted en lille info, som man kan bruge. Der har været en artikel i Børsen ... det bliver jeg i tvivl om nu, men om det var en af bech-brun advokaterne, der har lavet en artikel her i sommers. Det kan faktisk godt være.
- 28:22 Amanda Ja, jeg kan lige prøve at kigge.
- 28:27 Rikke Men nej ellers så er der ikke rigtigt nogle, der har taget teten og skrevet noget virkelig omfattende, hvor man lige kunne få lidt baggrundsviden. Jeg synes meget, at det er sådan ... nu havde jeg jo en forståelse for det inden, men det er meget sådan synes jeg. Jeg tænker også, at det må være en udfordring for dig at sætte sådan små puslespilsbrikker sammen for at få en proces og konceptet.
- 28:57 Amanda Jamen det er det også, fordi det hele virker så meget ... Altså man kan jo bare aftale noget andet, så det er jo svært.
- 29:04 Rikke Ja, det er total tough på det område. Det gør de. Hvis der er noget, der ikke er muligt, jamen så gør de bare noget andet. Og der er ikke to sager der ligner hinanden. Det bliver jeg stadig overrasket over, og nu har jeg arbejdet her i to og et halvt år. Aldrig de samme.
- 29:22 Amanda Bruger i egentlig sådan nogle standardbetingelser, eller starter i fra scratch hver gang?
- 29:26 Rikke Den måde det fungerer på det er, at forsikringsselskaberne har nogle standardbetingelser, som tilpasses på nogle områder til den specifikke transaktion. XXX.
- 30:41 Amanda Okay, det tror jeg så var det egentlig.

Bilag 2: Transskribering af møde/interview med Tine Olsen

Tirsdag d. 7. februar 2017

Interviewer: Amanda Merser

Interviewede: Tine Olsen (Partner & Practice Leader FINEX, Willis Towers Watson)

Tid	Person	Udtalelse
00:30	Amanda	Først er det sådan lidt overordnet. Hvad ville du sige var den bedste danske oversættelse af warranty and indemnity insurances? Altså hvad bruger I af begreb i praksis?
00:41	Tine	Ja, der er lidt forskellige termer man bruger omkring det. De fleste vil nok sige M&A-forsikring. Fordi det er det man kender, men M&A som du også ved er en oversættelse reelt set, så hvis man skal finde et bedre dansk ord, så er vi nok ude i noget, der har med garantier at gøre. Garanti – og tror jeg, at jeg ville kalde det. Ja, garanti – og skadesløsholdelsesforsikring. Fordi det er egentlig det, det er. Det er meget linket op til garantierne, men det kommer vi nok også tilbage til.
01:17	Amanda	Ja, okay. Hvis du skal nævne nogle praktiske eksempler på, hvad det typisk er, der dækkes af forsikringerne.
01:23	Tine	Ja, der er lidt forskellige måder at bruge denne her type forsikring på. Der er det vi kalder warranty and indemnity insurance, og så er der det, som vi kalder specified indemnity insurance. Det betyder egentlig typisk, så har du et garantikatalog ... Der er en SPA imellem køber og sælger, og den får vi så ind og gennemgår, og vi som forsikringsmægler, vi sender så den her videre til forsikringsselskaberne, som er en stor del af processen. Altså det går ret stærkt, når vi har de her forsikringstyper, og det typiske er, at man har det her garantikatalog, som man tegner det her på baggrund af, og der er jo alle de uforudsete ting, som der er givet garantier for. For eksempel når man køber en bygning, så kan det være lejeindtægter, at der er givet en garanti for, at lejeindtægterne vil have en vis størrelse, men når du så har overtaget den bygning som køber, så kan det være, at der er en eller anden årsag til, at det ikke holder stik. Så det vil sige, at den garanti, som du har fået, reelt ikke ..., men så har du afdækket det ved forsikringen, så du får faktisk forsikringsdækning for, at garantien ikke holdt, men det betyder også, at det ikke er ting, man kunne forudse. Altså det vil sige, hvis vi sidder i en handel, og man i forhandlingen finder ud af, at der er et eller andet skatteforhold, som man ved kommer, som man ved at om et par år, der vil der med 90 pct. sandsynlighed være den her risiko og være det her økonomiske tab, så er det det vi kalder en specified indemnity insurance. Som er sådan en, direkte oversat, specielforsikring, som går direkte ind og siger, jamen det her ene produkt eller miljø kan det også være. Det er vanskeligt, og når jeg snakker om warranty and indemnity insurance, så snakker jeg om kontraktforsikringer, som går på garantikataloget og på handlen. Jeg har en kollega, der sidder med det, der hedder miljø M&A, som går meget på, når man har en eller form for miljørisiko, som er meget specifik, at man forsikrer den jord, som man lejer ud eller forurening på den jord, så det er sådan lidt en anden

type forsikring. Jeg går ud fra, at det er den første du ...

- 03:48 Amanda Ja ja, har fokus på. Så skal vi lige se ... jo så læste jeg, at operationelle risici ikke dækkes. Kan de godt blive dækket, eller er det så, at man går ind og laver sådan en specielforsikring?
- 04:00 Tine Det kommer lidt an på, hvad man mener med operationel risici, fordi det er sådan lidt svært at definere. Det der typisk er en undtagelse, hvis jeg skal komme med et eksempel til dig, det er, at hvis du har ... igen M&A's omkring fast ejendom er ret vanskelig. Så er der en række standardundtagelser, og en af de her standardundtagelser er property defects. dvs. en defekt ved den ejendom, du køber, så det kan man ikke gå ind at garantere, og det er jo nok lidt en operationel risici.
- 04:37 Amanda Jamen det eksempel jeg læste var, hvis det var en produktansvarsskade, og det var fordi, at man lavede en fejl eller et eller andet, tror jeg.
- 04:46 Tine Ja, det er klart, hvis du overtager et produkt, hvis du køber en virksomhed, der producerer et eller andet, og der så er en produktskade efterfølgende, så går den faktisk tilbage til et helt andet forsikringsprodukt, som hedder produktansvarsforsikringer, og den har du som køber af virksomheden. Du har ikke pligt til at opretholde sådan en forsikring, men hvis du vil afdække den risiko, så må du jo så tegne den forsikring. Det bruger man slet ikke M&A til, også fordi det vil være en løbende proces. Det kan jo være komponenterne i det her produkt, der gør, at produktet øver skade på et eller andet, når du indsætter stikkontakten i el'et her, hvis det så gør at alt vores elsystem går ned, så vil det være produktets skade.
- 05:32 Amanda Ja, okay. Er det sådan, at enten er det køber eller sælger, der tegner dem. Det kan ikke være sådan et mix, hvor de på en eller anden måde ... ?
- 05:40 Tine Hmm.. altså nej, det er jo typisk den ene, der vælger, men på den måde kan det godt være et mix, hvis man siger ... i og med det er et forhandlingsparameter tit. Så hvis man har en køber og en sælger, der sidder og har dialogen, så er det typisk fordi, at sælger gerne vil undgå at skulle reservere nogle penge i 5 år for eksempel, som skal ligge op ad de her garantier, så derfor har sælger interesse i det, men nogle gange, hvis man ikke kan blive enige om nogle punkter, så er det faktisk også køber, der foreslår, at man tegner M&A-forsikringen. Jeg tror faktisk også, at vi har noget omkring, hvor mange ... nu bladrer jeg lige lidt i mine papirer. Altså ja, vi har faktisk netop skrevet, at 90 pct. af alle forsikringer de tegnes af ...
- 06:37 Amanda Køber eller hvad?
- 06:39 Tine Ja, eller nu skal jeg passe på, at jeg ikke siger noget forkert. Ja, det er rigtigt. 90 pct. af alle de forsikringer vi tegner, det er køberforsikringer, og det er jo fordi, at det tit er køberen, der har interesse i at have den garanti. Derfor betyder det så også, at det jo så er køber der har policen, hvilket så jo også gør det nemmere, når der sker et brud på garantien, så henvender køber sig til sin forsikring, og så dækker forsikringen, og så har forsikringen så i nogle tilfælde regres mod sælger, hvis sælger kan bebrejdes noget, men det er så forsikringsselskabet, der tager den kamp og har de advokatomkostninger det nu måtte påføre.

- 07:27 Amanda Er det egentlig kun - eller det kan man måske aftale fra gang til gang - en regres mod sælger, hvis han ja, har udvist svig eller et eller andet, eller kan der godt være det selvom han egentlig ikke har gjort noget galt?
- 07:39 Tine Altså man kan jo aftale sig ud af meget, men i de her business to business aftaler, det er jo næsten tilbage til aftaleret, så tror jeg, at hvis du har givet en garanti, så har du en vis form for objektivt ansvar, det er jo tilbage til det man lært, som jeg næsten ikke kan huske. Men jeg ville sige, hm... jeg kan ikke sige, hvor mange tilfælde man vælger at søge regres, fordi det er forsikringsselskabet, der er vi egentlig lidt hægtet af. Vi er med så længe vores kunde er med, og så er det faktisk deres prioritering. Jeg ved fra andre forsikringstyper, at man nogle gange ikke fører regres, hvis der ikke er udsigt til at kunne få krævet pengene ind igen.
- 08:23 Amanda Er der typisk ... eller det er der nok ... hvor stort er maksimumbeløbet, der dækkes, typisk?
- 08:32 Tine Det afhænger af forsikringssummen, og der er ikke sådan noget maksimum. Jeg mener at kapaciteten i Danmark er et par milliarder, og når jeg siger kapaciteten, så mener jeg, hvad man kan få forsikringsafdækket i Danmark. Det vil sige, de forsikringsselskaber der er i Danmark, hvor meget vil de kunne ligge sammen i forsikringssum, så det du max kan få dækket, det er den forsikringssum, du har. Hvis man tegner 500 millioner, så kan du maksimalt få dækket 500 millioner, og så er der selvfølgelig altid en selvrisiko på det, og så er der, nu ved jeg ikke, om vi skal tage det nu, men der er en helt specifik selvrisiko på mange M&A-forsikringer, som går på de minimis, og det er lidt et specielt begreb. Jeg ved ikke, om du kender det fra?
- 09:25 Amanda Jo, jeg synes, at jeg har hørt det, men nu kan jeg ikke lige ...
- 09:28 Tine Det er simpelthen et spørgsmål om, at man tager ... hvis du har en skade. Du har en selvrisiko på 100.000, og du har de minimis på lad os sige - det er meget lavt sat - 10.000. Så er spørgsmålet så, hvis du har en skade på 8.000, så ligger du den ikke sammen med de andre skader, som du rammer op mod din selvrisiko, men hvis du har ... typisk hvis du har en M&A-skade, så er det mange forhold, der gør sig gældende, og hvis du så siger, at du har en de minimis på 10.000, så alt det under 10.000, det vil du ikke regne ind, men hvis du så har en på 10.000, en på 20.000, og så har du en på 60.000, og en på 10.000 igen, så er du oppe på de 100.000, og så begynder man at få forsikringsdækning. Så du har faktisk to slags selvrisici, og det er for, at man ikke samler alle de her småskader op.
- 10:21 Amanda Så den ene er lidt ligesom en der går på alle, og den anden går for hver enkelt skade, eller hvad?
- 10:28 Tine Ja, det kan du faktisk godt sige.
- 10:34 Amanda Spiller det typisk en rolle for dækningen, om det er en aktieoverdragelse eller en aktivoverdragelse?
- 10:43 Tine Ja, det gør det. I og med, at der er stor forskel på dét garantikatalog du får med. Typisk en aktieoverdragelse, vil jeg sige, er nemmere, fordi der har du en virksomhed, der drives, og den virksomhed fortsætter, typisk også i de samme CVR-numre og de

samme aktiviteter med de samme medarbejdere. Det er en helt anden sag, når du skal til at overtage en aktivitet og overtage medarbejdere og overtage produktionen, for så har du et helt andet forløb. Dine udsigter er mere sikre, når du har en aktieoverdragelse. Der er det egentlig bare shareholders.

11:30 Amanda Hvilken rolle spiller dansk lovgivning i forbindelse med forsikringerne? Altså det meste tænker jeg bare er aftalereguleret, men om der stadig er nogle love?

11:43 Tine Det er ikke ret tit, at jeg er inde at bruge nogle andre. Det er jo aftalereguleret det hele, som du siger, og særligt i forhold til ... der er jo aldrig forbrugere inde over det her. Det er jo altid business to business, så på den måde går det hele tilbage til garantikataloget og til den information, der bliver givet. Så er der selvfølgelig spørgsmålet om urigtige oplysninger, og du kan altid også gå ind i aftalelovens § 36. Jeg ser den anvendt meget, meget sjældent, men spørgsmålet er, om aftalen ... kan man sige ... bedrager den anden part nærmest ... at den er så grov, også hvis der er nogle ansvarsfraskrivelse. Ellers så i forhold til M&A-forsikringen, så er du inde i forsikringsaftaleloven, og det er jo, der vi så har betingelserne om urigtige oplysninger. Der er nogle bestemmelser om, hvornår man får dækket renter, hvornår man skal have udbetalt sin erstatning, og hvad der løber på af morarenter, og så er der nogle bestemmelser også om, hvilke oplysninger, der må gives om forholdsmæssig dækning. Forholdsmæssig dækning går meget på, hvis der er mange, der retter et krav mod forsikringen, så vil den skulle dække forholdsmæssigt i forhold til de her krav. Typisk vil det jo så i en M&A-situation være køber, der har forsikringen og retter kravet mod forsikringen og ikke tredjepart, så der vil forholdsmæssig dækning typisk ikke komme i spil.

13:16 Amanda Dækker forsikringen forhold, som køber burde have opdaget? Altså har køber en eller anden form for undersøgelsespligt?

13:30 Tine Ja og nej. Det er lidt svært at svare helt på. Man svarer jo aldrig helt konkret, når man er jurist. Men køber har jo den undersøgelsespligt, at forsikringen stiller krav om, at man skal have nogle kompetente rådgivere, og det er faktisk lidt pudsigt, men det er faktisk noget, som forsikringsselskaberne går ind og vægter på. Der er ikke nogen tvivl om, at hvis du bruger nogle af de store huse, som er meget anerkendte, så har du en kompetent rådgiver, som gennemgår alle dokumenter med dig, som er med dig inde i datarummet, der er med i due diligence processen, og det er vigtigt for forsikringsselskabet. Så på den måde har kunden/køber faktisk en undersøgelsespligt, og der lægger vi op til, at de skal undersøge alle garantier. Der kan også være nogle enkelte specifikke ting, hvor forsikringsselskabet siger, at lige nøjagtigt det der område I har nævnt eller det der i garantien, det vil vi gerne se nærmere på, eller det skal I undersøge. Der går forsikringerne faktisk ind og siger tit, jamen så vil vi kun give delvis dækning på det her område, hvis det ikke er korrekt afdækket, og der må man sige, at der er jo en del af vores rolle, som forsikringsmægler og så drøfte med kunden, hvorvidt denne her del er væsentlig for dem, og er den væsentlig, ja så må de komme med nogle flere oplysninger, så vi er sikre på, at hele forsikringspolice ser den dækket. Jamen, fordi forsikringspolice ... man har sådan et garantikatalog med punkt 1 til 10, og så siger forsikringspolice "punkt 1 dækket, punkt 2 dækket". Og på den måde skal der helst være fuldstændig dækning, men det er tit en afvejning af, hvad det koster.

- 15:20 Amanda Ja, om det kan betale sig.
- 15:23 Tine Ja, og tilbage til det med property defects. Du kan godt få en del dækning for, at det byggeri der nu en gang skal stå færdigt, hvis det er noget, som man er i gang med at bygge. At det skal ... at det bliver garanteret, at det er efter de arkitektplaner, der ligger lige nu eller efter de tegninger der ligger, altså at entreprenøren skal forholde sig til det på en eller anden bestemt måde, men det er noget, der er ret vanskeligt at gå ind at underwrite i de her forsikringstermer, så der kan det være, at køber skal undersøge det yderligere.
- 15:57 Amanda Hvorfor tror du, at de bliver brugt mere og mere. Jeg har læst, at det er fordi de er blevet billigere i hvert fald, men er der andre forhold, hvor du tænker, jamen det er derfor vi begynder at bruge forsikringerne mere og mere?
- 16:10 Tine Jeg tror generelt, at man bliver mere opmærksom på risiko, og det, tror jeg, er en generel tendens, og samtidig så tror jeg ikke, at man kan sige, at vi går imod amerikaniserede tilstande, men at vi på eller anden måde også bliver mere præget af, at vi lever i et samfund, hvor man skyder skylden på nogen. Så hvis der er en fejl, eller hvis der er et tab, så er det faktisk ret sjældent i dag, at man enten som aktionær, investor eller som virksomhedsejer, hvis man køber en hel virksomhed, at man bare vil sige det var en dårlig investering. Det var ærgerligt. Man er ret hurtig til faktisk at undersøge, jamen hvad er problemet, er der nogle, der har gjort noget forkert, er der sket noget et sted, og så har vi også sindssygt mange advokater, som bliver dygtigere og dygtigere til at finde de her sager. Og så tror jeg, som du siger, jamen præmien er lavere. Produktet er mere tilgængeligt, fordi for 10 år siden var M&A-forsikring ikke særligt tilgængeligt. Det var ikke noget, man tegnede lokalt i Danmark. Det var noget vi gik til London for at få tegnet, og på den måde var det ikke særligt nemt og virkelig dyrt, og ingen vidste, hvad de fik ud af det. I dag er der også flere advokater, der kender til det, men det er stadig ... altså i forhold til i Sverige, er det jo faktisk langt længere fremme end det er i Danmark og i Sverige, har man et bedre kendskab til det, og advokaterne anvender det mere i Sverige til deres kunder.
- 17:38 Amanda Hvorfor tror du, at man så ikke bruger dem ligeså meget i Danmark så?
- 17:42 Tine Jeg tror faktisk - det lyder ret simpelt - det har egentlig noget at gøre med de mennesker, der har arbejdet med det i Sverige. Det startede op i Sverige, og i Sverige har man typisk indenfor forsikringsbranchen ... så er der nogle større virksomheder i Sverige, end der er i Danmark. Danmark er meget præget af SME-marked, det vil sige et small og middle kommercielt marked, hvorimod i Sverige, har du nogle rigtigt store virksomheder, ligesom du i Norge har nogle virkelig store konglomerater også. På den måde, så har der været mere grobund for at anvende det i Sverige, og så har der simpelthen siddet nogle mennesker, der har bragt det ud i markedet, der har været rigtigt gode til at få det frem.
- 18:26 Amanda Hvad ville du sige forsikringernes svagheder ligesom var? Hvis man kan sige det på den måde. ... hvis du skulle sige det her er dårligt ved dem?
- 18:38 Tine Jeg tror, at det, der er udfordringen ved dem, det er, at de er ret komplicerede. De er vanskelige at håndtere. Hos Willis har vi ansat en M&A-advokat, som har siddet med i et forsikringsselskab i 10 år også og arbejder med den her specifikke forsikring. Han

sidder i vores kontor i Stockholm. Det er så ham, jeg referer til. Fordi det er simpelthen så kompliceret et produkt, at du skal kende alle de tekniske ting. Det gør det også rigtig svært for vores kunder, altså for virksomhederne, at forstå, hvad det er, de køber. Det er det, jeg tror, der er den største udfordring. Altså du kan jo ikke se som kunde, hvad det er, du får ud af det, før du har en skade. Så er man så også meget tilbageholdende med at dele de her eksempler, så når man har brugt forsikringen, så hører andre ikke om det, fordi det er typisk 100 pct. fortroligt, og det er rigtig svært for os faktisk at få anonymiserede eksempler på, hvornår der bliver udbetalt, fordi det er svært at lave noget i sådan et lille land, der er anonymiseret.

- 19:44 Amanda Ja, så kan man måske hurtigt regne det ud.
- 19:47 Tine Man kan hurtigt regne det ud ... hvad det er for en virksomhed, man taler om, så det tror jeg helt sikkert. Det er svagheden. Det er vanskeligt at gennemskue produktet og særligt også for kunden og deres rådgivere, hvis der kommer en eller anden skade, så kan det faktisk være vanskeligt at gennemskue, om den vil være dækket under forsikringen, og det kan sådan have to konsekvenser. Den ene konsekvens er, at de ikke får anmeldt skaden i tide, dvs. at de ikke får forsikringsdækning, fordi de ikke ved, at den er der, og den anden konsekvens er, at hvis de så anmelder alle skader, de har, og alle problemer, der er, og de ikke forstår forsikringsproduktet, så vil de ofte føle, at de får en dårlig behandling, fordi de tror, at den burde dække. Det kan være rigtig vanskeligt.
- 20:37 Amanda Jeg læste, at hvis der opstår et brud, så plejer forsikringsselskabet at dække sagsomkostningerne?
- 20:43 Tine Ja
- 20:45 Amanda Men hvad nu hvis det viser sig, at den ikke er dækket, vil de så stadig betale sagsomkostningerne? Det vil de vel ikke så?
- 20:50 Tine Jo, det er faktisk en ting, du får. Det er, at du får det her retshjælpselement i forsikringen, og det er ret væsentligt. Det er jo så, at du får dækket dine sagsomkostninger. Det eneste tilfælde de jo så ikke vil dække sagsomkostninger hele vejen, det er, hvis der er nogle, der begår noget kriminelt. Det vil sige, hvis det er strafferetlig handling, som ligger til grund for det. Lad os sige, at det er en lille virksomhed, og det er direktøren, der har tegnet forsikringen, og han så begår noget kriminelt, så får han ikke forsikringsdækning for at forsvare sin kriminalitet. Men faktisk så er der typisk klausuler, der siger, at de dækker indtil det ved dom er bevist, at han har begået en strafferetlig handling. Så den vil faktisk dække langt hen ad vejen, men der er sådan et retshjælpselement i det.
- 21:39 Amanda Hvis der sker et garantibrud, og der ikke er tegnet forsikring, og der så sker et garantibrud, hvor der er tegnet forsikring. Tror du det vil være nemmere at få dækning, når der er tegnet forsikring? Altså forsikringsselskabet lidt ligesom ... hvad kan man sige, lidt nemmere sige "okay vi dækker" end sælger. Sælger vil måske gå længere for ikke at dække end forsikringsselskabet vil?
- 22:05 Tine Ja, det tror jeg, at du kan have ret i. Jeg tror dog, at det afhænger meget af handlen, og der vil jeg sige, at det kommer igen an på meget, hvem er de to professionelle parter,

har de andre transaktioner sammen. Der er nogle gange nogle kommercielle forhold, der bare gør at pr. kulance vælger man at dække noget eller indgå et forlig, og det vil jeg sige ... Det vil måske være nemmere hos sælger, fordi forsikringsselskabet går meget stringent efter, hvad er det der egentlig er dækket, og hvad står der i garantikataloget.

- 22:42 Amanda Kunne man også forstille sig - det er måske udenfor - men hvis køber og sælger har en eller anden relation, som du siger, at køber så ikke vil rette kravet mod sælger?
- 22:57 Tine Ja, det kunne man godt, men typisk vil jeg sige, at der er ikke ret mange forhold, hvor penge ikke har indflydelse, så alt afhængig af, hvor stort kravet er, der vil man næsten altid rette kravet.
- 23:13 Amanda Nu skal jeg lige se, hvor langt jeg er, nu har jeg fået blandet det hele lidt sammen... Jo, hvordan tror du ... eller tror du, at hvis man tegner de her forsikringer, at det påvirker hele den almindelige proces for køb og salg af virksomhed? Altså om det på en eller anden måde gør, at forhandlingerne omkring garantierne ikke er ligeså ... at parterne ikke på samme måde sådan?
- 23:51 Tine Ja, det tror jeg. Altså, jeg tror helt sikkert, hvis man sidder i en forhandling, og der er tit nogle knudepunkter. Det er faktisk ofte der, vi bliver kontaktet. Jeg vil sige, at forsikringsselskaberne og forsikringsmæglerne foretrækker at komme i spil lang tid før, men det er jo et forhandlingsparameter, at man kan sige, at det her afdækker vi så ved forsikringen. Dermed ikke ment, at man kan jo ikke afdække det hele, og man laver jo også nogle summer, så man skal jo på en eller anden måde vurdere, hvad er risikoen. Så ligesom man i handlen normalt vil lave et cap, altså hvor man vil gå ind at sige, jamen "kære sælger, I skal afsætte 200 mio. til det her over de næste 5 år", så vil man bruge det til at tegne forsikringen og så sige, at så skal sælger ikke sætte nogle penge til side. Det er jo typisk en fordel, især hvis man er en private equity fond. Så vil man jo gerne ud at reinvestere de penge, man får for et salg af en virksomhed, og derfor er det jo klart en fordel af bruge en forsikring i stedet for at skulle have en bankgaranti.
- 24:59 Amanda Nu ved jeg ikke, om jeg har så meget mere faktisk her ... Jo det er lidt mere procesagtigt, men når jeg sådan læser om det, så virker det ikke, som om at det tager sindssygt lang tid og få forsikringerne på plads?
- 25:17 Tine Nej, altså vi har sådan en typisk tidslinje ... den hænger jo meget sammen med hvordan handlen går, men hvis det er ekstremt nødvendigt, så kan du få en forsikring på plads i løbet af en uge, men så bliver produktet jo også lidt derefter. Jo bedre tid der er, og jo mere forsikringsmægleren er med i processen om at forhandle de sidste ting, kan man sige, jo så får du et bedre produkt. Fordi det vi typisk gør, det er, at når vi får adgang til garantikataloget eller SPA'en til at starte med, jamen så går vi ind og ser på, jamen hvad mener vi, at der kan forsikringsdækkes, og hvad kan vi se, at der er nogle udfordringer ved, og så kan vi gå tilbage til vores kunde, som typisk er køber af en virksomhed, og sige jamen I bør nok gå ind at forhandle om de her tre punkter eller ti punkter, og når I har forhandlet det her lidt nærmere, så kan vi nemmere tegne forsikringen, og så får de en bedre dækning, så på den måde, kan man sige så afhænger det lidt af ... altså ja det er jo fedt at have en måned, men alt kan lade sig gøre på en uge, hvis det er, man skal, fordi det er typisk noget, der skal gå super super stærkt.

- 26:30 Amanda Nu er det nok lidt et sats. Du nævnte selv før, at det er svært at få fat i nogle dækningsvilkår, som man kan se. Der ville ikke være mulighed for, at man ville kunne se nogle i anonymiseret form?
- 26:41 Tine Jeg var faktisk lige ved at undersøge det inden, jeg gik herved. Om jeg havde nogle liggende. Jeg skal nok lige prøve at kigge på det, men årsagen til, at vi ikke har så mange er, at det er fordi de netop bliver knyttet fuldstændigt op til den kunde der, men jeg skal lige prøve at se, om jeg har nogle, hvor jeg måske kan strege.
- 26:59 Amanda Ja, fordi ellers ville man også kunne gøre specialet helt fortroligt, eller hvad man siger, så det ville måske også hjælpe lidt på det.
- 27:06 Tine Ja, selvfølgelig.
- 27:08 Amanda Ja, altså både gøre det anonymiseret, men også gøre det fortroligt, hvis det var.
- 27:12 Tine Ja, udfordringen er, at hvis jeg skal udlevere noget, så skal vi jo have vores kunders godkendelser.
- 27:19 Amanda Ja, det er selvfølgelig rigtigt nok.
- 27:20 Tine Og det er lidt vanskeligere, men jeg har måske nogle eksempler liggende, som ikke er helt ... Jeg kan lige prøve at sende dem til dig. De er faktisk meget lange, så nu skal du ikke gå helt kold.

Bilag 3: Transskribering af møde/interview med Rikke Falsner (2)

Tirsdag den 21. marts 2017

Interviewer: Amanda Merser

Interviewede: Rikke Falsner (Project Manager hos Aon, M&A Solutions)

Tid	Person	Udtalelse
00:34	Amanda	Sådan helt overordnet, er jeg blevet lidt i tvivl om, hvad W&I-forsikringerne egentlig dækker. Om det både er garantier, erklæringer og indeståelser som udgangspunkt, eller om det kun er garantierne, fordi når man læser om det, så går det primært på garantierne, men navnet indikerer lidt de to andre ting også.
00:53	Rikke	Garantier og indeståelser er lidt det samme og så alligevel ikke det samme. Man kan sige, at der findes forskellige slags indeståelser. Du kan sagtens have et garantikatalog, hvor der både er garantier og indeståelser, men du har så også det, der hedder specific indemnities eller specifikke indeståelser, som ikke vil være en del af garantikataloget, men som vil være udenfor, dvs. det dækker de kendte issues. Det vil sige, hvis du eksempelvis har en miljørisiko, og man ved, at det kommer til at koste 10 mio., så sætter man det der hedder en specifik indeståelse, hvor man så skriver, at sælger skal skadesløsholde køber for hele den risiko, men indeståelserne er en lille detalje af garantierne. Det er den måde, hvorpå man formulerer sin garanti på, der afgør, om det er en garanti eller en indeståelse. Jeg vil sige, jeg vil anbefale dig ... Det gjorde vi i hvert fald i vores speciale, der sondrede vi ikke imellem garantier og indeståelser. Vi sondrede bare mellem kendte eller ukendte risici. Fordi det bliver meget specifikt, hvorvidt der er tale om en indeståelse eller en garanti, når det er ukendt. Jeg tænker for det formål, som du skal skrive om, så tror jeg bare, at jeg ville kalde de to ting det samme. Eventuelt i afgrænsningen kan du skrive, at du ikke sonder mellem garantier og indeståelser. At du sonder kun mellem kendte og ukendte risici.
02:34	Amanda	Ja, okay. Erklæringer er det også relevant overfor dem, eller er det kun for garantier og indeståelser?
02:42	Rikke	Erklæringer det er lidt henne i den samme afdeling som indeståelser er, men en erklæring det kan omfatte mange forskellige ting og ikke kun garantier som vi kender det fra W&I-forsikringer, så ja det ville jeg også bare inkludere i det. Det tror jeg er en fordanskning af indemnities som sådan.
03:12	Amanda	Ja, men det er også det. Når man skal finde den præcise oversættelse, så er det lidt svært, hvad det lige er.
03:18	Rikke	Ja, lige præcis.
03:20	Amanda	I forhold til det der med, at kendte forhold ikke bliver dækket. Er det også kendte risici? Altså hvor stor sandsynlighed skal der være blandt de risici? Eller er det kun forhold, som man ligesom ved er der.

- 03:33 Rikke Kendte risici er, hvis man overhovedet begynder at tænke over, hvad risikoen er for, at det her skal udvikle sig til et reelt tab. Så er det en kendt risiko, altså så det er simpelthen bare, at man ved, at der potentielt kan være et problem i det her. Når man allerede har den erkendelse, så er det en kendt risiko. Og det betyder, at hvis man i sin due diligence rapport har en advokat, som siger "den her kontrakt kan der være et problem med, men vi har ikke undersøgt det videre", så vil det være et kendt problem, som forsikringen ikke dækker. Der vil man jo så bede advokaten om at undersøge det dybere og finde ud af, om der reelt er en risiko, men bare det at han "flagger", at der kan være noget her, så er det en kendt risiko.
- 04:24 Amanda Så har jeg lige en i forhold til de minimis og selvriskoen. Sidst var vi også inde på det. Man kan godt samle kravene, hvis de er over de minimis, men før man får dækning, så skal det være over selvriskoen, ikke? Er det ligesom en normal selvrisiko, og man så betaler det beløb, eller får man dækning fra 0.
- 04:52 Rikke Ja, det der er ved selvriskoen for W&I-forsikringer, modsat til de forsikringer, som man kender fra sine egne forsikringer, det er, at det er en one time thing. XXX. Det er fordi, når du har eroderet selvriskoen 1 gang, så det næste krav du har over de minimis, det dækker man så fra krone 0. Så det vil sige, at selvriskoen gælder ikke pr. krav, det gælder simpelthen bare 1 gang af kumulerede for samtlige krav, du overhovedet har på policen.
- 05:36 Amanda Ja, så når du ligesom har eroderet selvriskoen, så er det de minimis, som kravet skal være.
- 05:43 Rikke Ja, lige præcis. De minimis gælder pr. krav, hvor selvriskoen gælder for samtlige krav, du overhovedet har på policen.
- 05:54 Amanda Okay, ja. Det giver mening. Jeg synes bare, at det var lidt svært med, hvad der lige var hvad.
- 06:00 Rikke Ja, men det kan jeg godt forstå. Det var faktisk også noget, som vi brugte tid på i vores speciale og analysere det her med ... altså selvriskoen er jo til i almindelig forsikringsteori for at forsikringstageren skal blive agtpågivende. Sådan så de ved, at de har noget risiko, hvis de skal have nogle penge op ad lommen, hver gang der sker et eller andet. Hvis du får stjålet en cykel, så skal du betale en selvrisiko. Så analyserede vi på forskellen mellem, når du kun skal betale selvriskoen 1 gang, altså hvad gør det så af forskel. Så det er en helt fair vurdering, man lige har.
- 06:33 Amanda Ja, det var vi også inde på sidst, altså det der med at være agtpågivende, hvor du siger, at den agtpågivenhed, som parterne har, det er jo så egentlig før, at man har tegnet forsikringen, som det kommer til at påvirke.
- 06:45 Rikke Ja, lige præcis.
- 06:47 Amanda Men kan det også godt påvirke deres agtpågivenhed bagefter. Det kan det ikke, vel?
- 06:51 Rikke Nej, altså det var i hvert fald vores konklusion, at det kan det ikke rigtigt. For den agtpågivenhed, som du skal udvise, det er jo det, du gør, inden du laver aftalen. Når du

har lavet aftalen, og du har forhandlet garantierne, jamen så kan du jo ikke rigtigt gøre noget som helst for at opfylde dem mere eller mindre. Der er nogle andre ting i aftalen, som man kan være agtpågivende overfor, men ikke lige garantier. Det var i hvert fald vores konklusion.

- 07:23 Amanda Du nævnte sidst, at hvis det er en køberforsikring, og sælger udviser svig, så kan forsikringsselskabet have regresret overfor sælger.
- 07:34 Rikke Ja
- 07:36 Amanda Ved du, om der er store beviskrav til dette, eller skal der virkelig meget til for at det sker?
- 07:55 Rikke Der har været sager, hvor man har prøvet at bevise sælgers svig, og nu ved jeg ikke, hvordan de specifikke sager er endt, men jeg ved i hvert fald, at det er hamrende svært at bevise, at sælger har handlet svigagtigt. Det er næsten umuligt. Du skal ind i sælgers hoved. Så vi plejer at sige, at på en køberforsikring, så er man næsten 100 pct. dækket ind, fordi det er bare helt vildt svært at vise. Du skal næsten have det på en mail-korrespondance eller et eller andet at sælger med vilje har handlet i ond tro.
- 08:44 Amanda Sidste gang nævnte du erstatning uden for kontrakt. Jeg er lidt i tvivl om, hvornår det bliver relevant. Er det i forhold til forsikringsselskabets regresret overfor sælger?
- 08:58 Rikke Hvad mener du specifikt?
- 09:01 Amanda Da vi snakkede sammen sidst, der nævnte du bare kort, at erstatning uden for kontrakt kunne blive relevant, men vi snakkede ikke rigtigt mere om det, og så tænkte jeg bare, hvordan det kunne blive relevant.
- 09:13 Rikke Det er et godt spørgsmål. Altså jeg prøver bare at tænke på. Problemet. Der er jeg nok ikke helt skarp på inden for hvilket område, jeg har sagt det.
- 09:34 Amanda Jeg tænkte bare, om det var i forhold til forsikringsselskabets regresret overfor sælger eller om det ikke kan blive relevant der. Hvad man kigger på der. Det er bare aftalen måske?
- 09:47 Rikke XXX
- 11:09 Amanda Okay, ja. Ville du tro, at hvis køber har et krav, og der ikke er nogen forsikring, at det er nemmere at få dækket et brud overfor forsikringsselskabet end overfor sælger, og der ikke var nogen forsikring. Altså tror du, forsikringsselskabet giver sig lidt nemmere eller tror du ikke, at der er noget der.
- 11:34 Rikke Det er altid et spørgsmål, vi får, når vi er ude ved kunderne. Det er altid svært at sige. Jeg kan i hvert fald sige så meget, jeg ved, at der er mange flere skadesnotifikationer på forsikringspolicerne end advokaterne har oplevet, når der ikke har været forsikring. Altså du kan snakke med en partner, som har været partner i et stor advokathus i 40 år, og han har måske set 1 eller 2 garantikrav, hvor bare i den tid jeg har været hos AON, der har jeg set 3 eller 4. Så på den måde, men der spiller jo nogle andre ting ind. Der spiller det ind, at der er forskel på en udbetaling og en notifikation, dvs. du kan

godt – der er nogle forældelsesregler i de her forsikringspolicer, som er strammere end de forældelsesregler du vil have ind i ellers. Dvs. man notificerer måske på forsikringspolice, uden at man er helt sikker på, at der er et krav, bare for at sikre at polisen er aktiveret, så du ikke opnår forældelsesreglerne dér. Det er jo ikke ensbetydende med, at du rent faktisk får en udbetaling på polisen, så derfor kan man ikke rigtigt opgøre det. Altså forsikringsselskaberne kommer aldrig nogensinde til at oplyse, hvor meget de har udbetalt i forhold til, hvor meget de har tegnet, fordi det der hedder "loss ratio", hvilket vil betyde, hvor meget overskud de har på de policer, de har tegnet, og det er ikke noget, som de vil oplyse. XXX. Det kommer de aldrig nogensinde til at oplyse, men jeg kan i hvert fald ... statistikkerne siger i hvert fald, at vi ser mange flere notifikationer på forsikringspolicer end hvad man har set før. Så ja, det vil altid være det ultimative spørgsmål, og jeg tror ikke ... Jeg kan også huske, at vi sin tid også overvejede at lave en komparativanalyse af de to ting, men det er bare nogle data, som man ikke rigtigt kan få.

- 13:17 Amanda Ja. Så har jeg egentlig bare lige et sidste spørgsmål, og det går på, om du ved, om der er noget retspraksis, der kunne være relevant på området. For jeg har virkelig haft svært ved at finde noget.
- 13:32 Rikke Ja, det er det ultimativt svære område. Altså nej, jeg ved, der har været noget voldgift, men det bliver jo af gode grunde ikke offentligt tilgængeligt. Så altså det vi gjorde for at få noget som helst retspraksis i, det var, at vi brugte domme i forhold til, når vi sondrede i forhold til, om købeloven finder anvendelse på køb og salg af virksomheder. Der kan jeg huske, at vi i hvert fald brugte en dom. For ligesom at fastslå, hvordan vi ville fortolke det i vores speciale, men nej. Jeg skal ikke kunne sige, om der er noget i USA eller sådan noget, men til min viden, ligger der ikke ... har der ikke været nogen retssager eller nogen domme på det her område. Alle parter har klar interesse i, at det her bliver afgjort ved voldgift, og det kan man også se i forsikringspolicerne. Der er arbitration-afsnit i alle forsikringspolicer og i øvrigt også i overdragelsesaftalerne. Hvis du først kommer ud i en retssag, så skal du dokumentere nogle forhold, som man på ingen måde har lyst til at dokumentere.

Bilag 4: Transskribering af møde/interview med Jeppe Buskov

Fredag d. 7. april 2017

Interviewer: Amanda Mercer

Interviewede: Jeppe Buskov (Partner, Kromann Reumert)

Tid	Person	Udtalelse
00:10	Amanda	Det, jeg sådan overordnet er interesseret i at finde ud af, det er, hvordan det påvirker den almindelige transaktionsproces.
00:24	Jeppe	Ja, du kan sige, at der kommer ligesom en ny spiller ind, og jeg vil sige, at oprindeligt da produktet ligesom var nyt på markedet, da tror jeg, at det nok meget var på den måde, at i virkeligheden at parterne forhandlede med hinanden og kom frem til en løsning, og så gik man til forsikringsselskabet, og så var det så det, som de forsikrede. Nu er folk efterhånden blevet så, eller det er nok mere advokaterne, der er blevet så trygge ved det produkt, at man nogenlunde ved, hvad forsikringsselskabet vil vide/acceptere. Derfor er det i virkeligheden snarere et spørgsmål om, at man laver – altså det er lidt forskelligt, om det er sælger eller køber, der arrangerer det – i virkeligheden en pakke med nogle garantier tilhørende warranty and indemnity bestemmelser og så videre, som man er nogenlunde sikre på, at forsikringsselskabet vil acceptere. Man går altid lige lidt videre, men man tror, at de vil acceptere det. Så kører mange af de forhandlinger i virkeligheden mellem køber og forsikringsselskabet, medmindre det er sådan en rigtig competitiv proces med en sælger og rigtig mange købere og aftaler, sælger står for garantidækningen. Så er det selvfølgelig sælgers opgave at gøre det. Ellers normalt er det købers advokat, og så er det i virkeligheden forhandlingen mellem ... altså sådan en form for trepartsforhandling kan man sige, fordi køber forhandler med forsikringsselskabet om hvad de vil dække, og hvad de ikke vil dække, og i det omfang man ikke kan få forsikringsselskabet til at dække, så går man jo så til sælger og siger, at det er rigtigt, at du ikke er ansvarlig for garantierne, bortset fra vi vil gerne have, at du er ansvarlig for ekskluderingerne. Så på den måde har det jo ... det tager en del af trykket fra forhandlinger mellem sælger og køber, fordi de her warranties som mange – i hvert fald sådan uprofessionelle - sælgere er bange for. Dem får man ligesom løftet ud af processen, så det giver mulighed for mere sådan clean exit, og navnlig PE-fonde kan rigtigt godt lide det. De kan rigtigt godt lide det, når de sælger virksomheden, fordi det giver dem Altså PE-fonde skal jo lukkes, så tanken om at der kommer et garantikrav om to år, som så potentielt gør, at de ikke kan lukke fonden. De kan ikke få pengene ud. Det går udover deres IRR, og så tjener partnerne færre penge. Det er et rigtigt skidt scenarie for dem, så derfor kan de godt lide det, når de sælger, og når de køber, så er det jo tit sådan, at de har en stifter eller en sælger, som i virkeligheden medinvesterer og er en del af virksomheden. Så udover at det er et selling-point i forhold til den pågældende sælger ”hør her selvom der er et problem, så kommer vi ikke til at gå efter dig, som udgangspunktet i hvert fald, vi kommer til at gå efter forsikringen”. Så har det også den fordel, at de er jo sådan set afhængige af den pågældende, som tit driver virksomheden også, så hvis der opstår et problem bagefter. I stedet for at man ligesom har den tvist mellem ens direktør, som også skal skabe

værdi for virksomheden, så kan man gå til forsikringen og sige "der er det her problem". Så på den måde kan private equity rigtigt godt lide det. Det er klart det segment, hvor vi ser det mest. Når det er sagt, så har vi også set det i industrivirksomhederne, men jeg tror, at sådan store industrivirksomheder er nærmere villig til ligesom at sige, at det der er en risiko, som vi selv tager.

03:53 Amanda Ja. Nu siger du, at det er lidt ligesom et trepartsforhold ikke, men hvis det er køber der tegner forsikringen. Er det så udelukkende køber, der snakker med forsikringsselskabet, eller sælger også lidt?

04:03 Jeppe Altså det er normalt sådan... Det veksler. Det er rigtigt meget i forhold til situationen. Jeg vil sige, at der er ligesom sådan overordnet 3 scenarier. Der er det scenarie, hvor køber bare gør det helt alene. Altså sælger er i princippet ikke involveret. Køber gør det. Køber kontakter en forsikringsmægler typisk, der så får nogle tilbud, og så forhandler køber, og det er klart, så på et eller andet tidspunkt kommer det til at skulle reflekteres i SPA'en, og så kommer sælgers advokat ind. Det er ligesom den mest køber ... Den er i virkeligheden ikke så almindelig, for normalt vil sælgeren også have lidt med det at gøre også. Det mest almindelige er nok, at sælger har kontaktet en mægler og lavet et forarbejde og fået nogle forsikringstilbud, som ... Det mægleren gør ... så kalder man det et "information memorandum", hvor de så har 3, 4, 5 hvor mange nu man kunne putte ind på den forsikringsløsning med hvilke vilkår de så kan tilbyde, og hvis det er en meget stor forsikring, så er det så layered forsikringer, så er der nogle der tager den første risiko, og så er der så nogle, der tager den næste risiko ovs.. Og så er det i virkeligheden sådan, at sælger ligesom har arrangeret – kan du sige – at der er en forsikringsløsning, og så på et eller andet sted i processen så vender den sådan ligesom over, og så går den fra at være en sælger-arrangeret til en køberforsikring, og det gør så, at det er ligesom købers advokat, der ender med at skulle køre den færdigt. Den sidste, kan du sige, det er så den helt sælgerstyret proces, hvor der sådan set er en aftale. Det kan være et vilkår i processen, at ingen af køberne kontakter forsikringsselskaber. Det er kun sælger, der gør det. Sælger skaffer en forsikring og ligger en forsikring på bordet og siger "det er den". I den situation, er det i sidste ende køber, der udtager forsikringen - sælger kan godt, det kan vi lige komme tilbage til - men i sidste ende køber, der udtager den. I sidste ende er det selvfølgelig køber, der kan forhandle med forsikringsselskabet, men det er også klart, at i sådan et scenarie, så ved forsikringsselskabet godt, at der er ikke noget alternativ. Altså der er ikke en anden forsikringsgiver på til at og der er heller ikke noget alternativ, der hedder, at køberen ikke tegner forsikringen, for sælger vil ikke dække det. Vi er i en auktionsproces, hvor vi nu er tilbage med de sidste bydere. Så ens forhandlingsposition i den sidste situation er meget meget svag. Det er ligesom de tre scenarier. Grunden til, at den altid udtages af køber forsikringen - hvis du ikke allerede har fået det at vide - det er jo fordi, så dækker den jo også, hvis sælger har handlet svigagtigt. Altså dækker køber hvis sælger har handlet svigagtigt. Forsikringsselskabet har så bare regresret mod sælger. Ellers sådan procesmæssigt betyder det jo, at der kommer en lille smule mere kompleksitet ind i processen, fordi du har ... altså hvis du tager en standard M&A-proces, så har du altid en sælger og en køber. Hvis det er sådan en leverage buyout, altså med en kapitalfond, så har du også en bank inde, så har du også et spor med nogle ledelsesmedlemmer, der skal geninvestere typisk – sådan et management investment program af den ene eller den anden slags - og så forhandler du også ejeraftaler og sådan noget, og så har du så også det her forsikringsbord, og det skal der jo afsættes tid til. Det er jo forhandlinger. Det er ikke super komplicerede dokumenter,

men det er jo stadigvæk tyve sider eller sådan noget, der skal læses igennem, og der er altid en del undtagelser til forsikringsdækningen i det første udkast, man får fra forsikringsselskaberne, og så forhandler man, nogle gange retter man garantierne lidt til, og så ender de med at ville dække lidt tilrettede garantier, og nogle gange ved man godt, at de forhold, som de ikke vil dække, dem skal du bare lave om.

07:47 Amanda Okay, ja. Er det typisk at forsikringsselskabet siger, at hvis I undersøger det her yderligere, så kan I få dækning?

07:53 Jeppe Ja, nogle gange, så har de et forbehold, der siger, jamen vi vil ikke dække det her, for det er ikke undersøgt godt nok, og så kan man nogle gange få løftet et forbehold ved at lave en yderligere undersøgelse. Når det er sagt, så vil jeg sige, at i de fleste af de situationer, så er man så langt i processen, når det sker, at det kan være svært at gøre i praksis, fordi der er en aftale ligesom en tidslinje for at færdiggøre sagen, men en gang imellem sker det ja. Men for eksempel Det er også en ting, der er sket ... dækningen er blevet bedre, altså udover at priserne er blevet bedre, så er dækningen også blevet bedre. Man kan jo egentlig godt spørge sig selv, hvornår stopper den udvikling, men for eksempel oprindeligt var det sådan, at hvis vi nu har et dansk moderselskab og datterselskaber i 4 forskellige lande, hvis ikke du havde haft lokaladvokat på i de fire forskellige lande, så ville forsikringen ikke dække. Altså den vil ikke dække forhold, der opstår under lokalret, så vil man jo ikke kende forbrugerlovgivningen. Altså jeg kender jo ikke forbrugerlovgivningen i Tyskland, så hvis jeg har lavet due dilligence på et tysk selskab "I have no idea", men der kan man sige efterhånden, der er det kommet der til, at medmindre det er meget, hvis du har haft lokaladvokater på i de væsentligste jurisdiktioner, så tager de faktisk residualrisikoen i de øvrige også. Det gør de faktisk, så på den måde er dækningen også blevet bedre.

09:21 Amanda Kan du give et eksempel på, hvad der typisk er dækket. For jeg synes ... der er selvfølgelig meget, der er dækket, men når man læser, er der også meget, der er bliver undtaget, ikke?

09:28 Jeppe Jo, altså typisk er alle garantier som udgangspunkt dækket, altså det vil sige alle områder på at aftalerne er bindende, på at man – hvis det er en aktieoverdragelse – at man ejer aktierne, på produkter, aftaler, IPR, forsikring, IP, sælgers loyale oplysningspligt – sweeperen der – er normalt dækket. Der hvor ... Altså der er nogle helt standardmæssige undtagelser som er transferpricing, sådan noget pension underfunding, hvis der er tilsagnsordninger fra benefits schemes, bøder som ikke må forsikringsdækkes, der er en bestemmelse i straffeloven for eksempel i Danmark og tilsvarende i udlandet, så er der det, man kalder secondary tax liabilities, som er spørgsmålet, om man hæfter for en andens skat, så for eksempel i sambeskatning er det sådan i Danmark, at selskaberne hæfter for hinandens skat, det er ikke under dækning for eksempel. Så er der sådan nogle standardmæssige undtagelser, som normalt ligger ovre i bilag, som er lidt forskellige for forsikringsselskaberne, men det er typisk sådan noget med, at de dækker ikke ansvar som følge af, at man har overtrådt sanktioner, dækker ikke atomulykker, dækker ikke "asbest sager" er der nogle. Der har som undtagelser, der er også nogle, der har tynd kapitalisering som undtagelser. Det afhænger lidt fra selskab til selskab. Så det vil sige, det er sådan de standardmæssige undtagelser, som ikke er dækket, og alt, som ligesom er forward-looking, er ikke dækket. Forhold, der dækkes i den købesumsmekanisme, er ikke dækket. Det er kun selve garantierne, så hvis du har sådan en nettogælds – og arbejkskapitalsopgørelse, så

er det ikke dækket for eksempel. Ellers vil jeg sige, at det er sådan .. altså i det, der er forward-looking, der ligger også for eksempel ... det er tit sådan ... garantier er tit formuleret på den måde, at der er ikke nogen verserende retssager, og der er heller ikke nogen truende retssager, og truende retssager er jo noget fremadrettet, men det vil de typisk godt dække, hvis det er specifikt, for eksempel retssager eller IP eller sådan noget, men så vil det begrænses til sælgers knowledge. Sælgers knowledge er altid faktuel viden, altså det man rent faktisk ved som sælger som definerede personer. De vil aldrig dække mere, og det, man så skal holde sig for øje, det er, at det betyder reelt, at de ikke ... jo de har en dækning, men de har en regres, fordi hvis sådan en garanti viser sig at være forkert, så er det jo - og man kan kræve penge under den - så er det fordi, at sælger faktisk har vidst, at garantien var forkert, så skal forsikringsselskabet ganske vist dække køber, men forsikringsselskabet har så også regres mod sælger, fordi så har de jo faktisk handlet svigagtigt. Så på den måde ... så dem, der er begrænset til sælgers knowledge, er i realiteten udtryk for, at forsikringsselskabet ikke dækker. De tager selvfølgelig finansiell risici for sælger, men de tager ikke øvrig risiko på garantien.

- 12:47 Amanda Sådan noget med, for eksempel den der, du sagde med, at der er ikke nogle verserende retssager, vil det både være – nu er det mere bare sådan generelt, hvem der er undersøger det – er det både ... altså først fremlægger sælger måske nogle dokumenter, der viser, at der ikke er det, vil køber så typisk undersøge efter, om det passer, eller stoler man så bare på det, sælger siger?
- 13:11 Jeppe Der stoler man på, det sælger siger. Så du kan sige, det som forsikringen egentlig dækker, og det du kan sige, at den går efter, det er egentlig hullet mellem det, som sælger ved. Det dækkes også, men der er ikke regres, og det er kun finansiell dækning. Det sælger ved og det køber ved, der har de reelt ikke noget ansvar, men så er der jo et eller andet hul om noget, som ingen rigtig ved, om der er. Det kan eksempelvis være fordi, at det ikke er undersøgt godt nok, eller fordi det afhænger af nogle andre ting, som kan være svære at forudsige og sådan noget. Det er reelt sådan nogle forhold ... den risiko de tager. Men der findes jo ikke mange, altså det er jo for så vidt lidt overraskende, men der er jo ikke super mange sager på, at man rent faktisk har anmeldt kravene på de her forsikringer og slet ikke fået pengene ud. Det er jo et af de store spørgsmål, når man indgår de her forsikringer, så er det jo tit sådan nogle Lloyds syndikater med en eller anden agent – Risk Point for eksempel – og så er det sådan nogle Lloyds syndikater der er hjemhørende på Bahamas. Who knows, hvem der sidder bag der, og om det bare er en telefonsvarer ...
- 14:41 Amanda Jo, så min jura-vejleder er lidt interesseret i ... normalt har sælger jo en loyal oplysningspligt. Bliver den påvirket af, at de her forsikringer tegnes, eller er den det samme.
- 14:54 Jeppe Ja, det er et rigtigt godt spørgsmål ... Altså det vil jeg jo ikke mene den ... Altså jeg vil sige fra købers perspektiv bliver den ikke påvirket, fordi sælger Der er næsten altid i danske transaktioner en garanti for, at man har opfyldt sælgers loyale oplysningspligt. Den garanti dækkes helt standardmæssigt af forsikringsselskaberne. Det er simpelthen bare markedspraksis. Den tager de. Så på den måde, så set fra købers synsvinkel, så er der ikke nogen dårligere dækning af den grund. Faktisk er der lidt bedre dækning, men det kommer jeg tilbage til lige om to sekunder. Det er klart set fra sælgers synsvinkel ... Sælger er kun ansvarlig, hvis de rent faktisk har handlet i ond tro. Altså den undtagelse

der er, den regresmulighed, der er, er begrænset til, at sælger har handlet i ond tro eller svigagtigt, og derfor kan du sige, der ligger vel i sælgers loyale oplysningspligt - det kan jeg huske, at jeg selv kiggede på en gang, da jeg læste jura - en eller anden form for undersøgelsespligt, altså man kan ikke bare stå "jeg ved ikke noget". Altså man skal rent faktisk loyalt undersøge tingene. Så er det ret svært at sige, hvor meget du egentlig skal ... så det er klart, der er selvfølgelig en risiko for sådan moral hazard her. At sælger i virkelig ikke har helt samme behov for at undersøge og loyalt disclose, som sælger stod selv med ansvaret. Det gælder faktisk generelt. Det gælder sådan set alle garantierne, så det er jo set fra købers synsvinkel også lidt en fare med de her forsikringer. Det er så .. og nogle gange kan sælgers og købers advokater jo også godt blive enige om nogle garantier, som de egentlig godt ved at, hvis sælger skulle give dem, så ville de aldrig gå med til det, fordi sælger vurderer "der er noget, der er usikkert her, det kan jeg ikke ... det er nok rigtigt, men jeg ved det ikke 100 pct.", og det kan man sige, det er man jo ikke forpligtet til at fortælle forsikringsselskabet. De må jo selv forholde sig til den due diligence, der er lavet. Det læser jo due diligence rapporter ovs. og har adgang til datarummet og stiller spørgsmål og sådan noget og laver det, man kalder underwriting call. Men der er jo et element af, at man ligesom parterne imellem kan spekulere lidt i, at man får overført lidt risiko til forsikringsselskabet, og det er klart som sælger er vi rimelig klar... eller rimelig clean exit, så altså der er en vis risiko for det. Det er der. Oprindeligt da de kom de her forsikringer, der var vi stærkt skeptiske overfor det, præcis af den der årsag, at vi var bange for, at det betød, at sælgerne så reelt ikke loyalt oplyste omkring virksomheden.

- 17:39 Amanda Men ja, de skal jo selvfølgelig stadig ... altså forsikringsselskabet har vel stadig, som du siger, en del krav til, at det er blevet undersøgt, så man kan jo ikke bare ...
- 17:46 Jeppe De har stadig en del krav til, at det er blevet undersøgt, og det er jo noget af det, forsikringsselskabet gør meget. De går ind og undersøger, hvad er det for en due diligence, der er blevet lavet. Har den due diligence været fyldestgørende, er der nogle særlige risici områder, som gør, at man ikke vil forsikringsdække det, og typisk er det jo helt uden undtagelse sådan, at de ikke dækker, hvis sælger undskyld køber godt ved, at der er et problem.
- 18:16 Amanda Du har måske været lidt inde i det, men hvornår i processen er det typisk man beslutter sig for ... er det helt fra start, eller er det først efter, at køber har lavet lidt due diligence?
- 18:27 Jeppe Det er meget forskelligt. Altså i de fleste processer efterhånden, der vil jeg sige, der er det noget, der er tænkt på allerede til at begynde med. Så er det noget, sælger allerede har tænkt på inden, at han sætter salgsprocessen i gang. Hvis det er sådan mere eksklusive processer, er det typisk noget, der bliver diskuteret på termsheet niveau "skal vi prøve at se, om vi kan forsikringsdække garantierne". Når det så er sagt, så har jeg været med til processer, hvor vi kom ind – faktisk på en meget meget stor transaktion, da XXX købte YYY for et par år siden i Norge for 12 mia. kr. – hvor vi kom ind som køber, og sælger ville ingen garantier give. Det var en amerikansk kapitalfond. De ville give management disclosure deed, som var en form for ... eller warranty deed ... som var en form for udtalelse fra ledelsen om en masse forhold, og der lykkedes det faktisk at få forsikringsdækket den warranty deed, selvom der ikke var ansvar for ledelsen. Altså der kan du virkelig tale om Moral Hazard. Der var ingen, der var ansvarlige for det dokument sådan finansielt andet end forsikringsselskabet, og det

ville de dække, så også fordi at det var en transaktion af den størrelse og med så meget due diligence og gode disclosures osv. Jeg tror faktisk, at det var en af de største forsikringer, vi stadig har udtaget i det nordiske marked. Den var på over 2 mia. på sådan en warranty and indemnity insurance. Normalt er det ret tidligt i processen vil jeg sige.

- 19:57 Amanda Nu er det typisk køber, som du siger, der tegner forsikringerne, og så betaler forsikringspræmien?
- 20:04 Jeppe Nej, jeg synes faktisk, at det er rigtigt tit, at man deler forsikringspræmien.
- 20:10 Amanda Ja, for det var nemlig det, jeg ville høre. Om det er køber, eller om der sker en reduktion i købsprisen eller?
- 20:17 Jeppe Altså i sidste ende sker der en reduktion i købsprisen, fordi hvis køber betaler, så regner de det jo bare ind i prisen, men man aftaler faktisk tit, at parterne bærer det 50/50 ud fra en ... ja det vil jeg faktisk sige er det mest almindelige i mine øjne ud fra en betragtning om, at begge parter jo sådan set har en interesse i det, men man kunne godt argumentere for, at sælger skulle betale det, for det er jo sådan set sælger, der slipper for ansvar. Men realiteten er nok .. eller det er mest almindeligt, at det er 50/50.
- 20:45 Amanda Okay. Nu er det lidt mere generelle spørgsmål sådan i forhold til lovgivning. Der finder aftaleloven og forsikringsaftaleloven selvfølgelig anvendelse. Er der andre love der typisk får betydning, eller ikke rigtigt?
- 20:04 Jeppe Altså på policen tænker du på? Nej, det er vel de to love. Jeg kunne ikke se, hvad andet.
- 21:18 Amanda For når man sidder i den der opgave, så føler man – det er man jo vant til - at man skal henvise til alle mulige paragraffer, men når der ikke er så meget her, men det er jo selvfølgelig ... sådan er det jo bare, når det er aftalereguleret.
- 21:28 Jeppe Det er der jo ikke. Der er heller ikke så meget, der regulerer SPA'en jo, men nej det er vel sådan aftaleloven og almindelige obligationsretlige principper selvfølgelig, der finder anvendelse eller forsikringsretlige er det vel så i virkeligheden i det her tilfælde. Og det er jo normalt, at forsikringsaftalen er underlagt dansk ret, når det er transaktioner, der er underlagt dansk ret.
- 21:50 Amanda Okay, ja. Hvad med retspraksis. Er der noget relevant?
- 21:54 Jeppe På sådan nogle forsikringsskader? Nej, det er der altså ikke. Mig bekendt er der ikke tvister i Danmark om det endnu. Der har været nogle sager, hvor ... altså der er sager, hvor der er anmeldt skader, og forsikringsselskabet har betalt, men og det bliver de også nødt til for, hvis det ligesom rygtes, at det er meget, meget svært at få penge ud af forsikringsselskabet, så dør produktet jo, for så stoler folk ikke på det. Men mig bekendt findes der ingen tvister om det. I Danmark i hvert fald. Der er sikkert steder i udlandet. Selvom Skandinavien faktisk er meget ... det er langt mere udbredt her, end det er i England for eksempel.

- 22:36 Amanda Hvad synes du ligesom er svaghederne ved produktet? Altså hvorfor de ikke bliver brugt mere måske?
- 22:47 Jeppe Ja, altså ... svaghederne ved produktet ja .. altså en svaghed jeg vil sige, som slet ikke bliver faktoreret ind, som jeg ser det. Det er, hvis du er køber ... at der er jo ikke en kommerciel relation på den måde til forsikringsselskabet. Det er jo bare en tredjepart, og der er jo heller intet sådan moralsk ansvar for noget. Ofte er det jo sådan, at hvis der er et problem med en virksomhed, som du lige har købt, og du rejser et krav mod sælger, at sælger har en Interesse i at få det lukket, og måske også nogle gange føler et moralsk ansvar for den problemstilling, der er opdukset. De ved måske godt selv nogle gange "uh det var ikke så godt, det havde jeg ikke lige fået fortalt". Det har du ikke med forsikringsselskabet. Det er jo noget helt ujuridisk, men det kan godt være, at det i virkeligheden er lidt sværere at få penge ud af forsikringsselskabet, end det er mod en sælger. Det er jo fuldstændig ujuridisk. En anden ting er, og som ikke bliver faktoreret ind overhovedet, det er jo ... det er de her forsikringsselskaber. Hvem er de, hvor ligger de, kan du overhovedet få penge ud af dem, så får du en dom i Danmark om, at de skal betale, men hvis de ligger på Bahamas, hvordan får du gennemført den dom osv. Så på den måde så er det jo ikke super super nemt altså, men ellers synes jeg faktisk ikke, at produktet har nogle sådan nævneværdige svagheder. Der er selvfølgelig for eksempelvis den svaghed, at de ikke dækker transfer pricing. Det gør jo, at det hænger sælger jo så altid på, og det kan jo potentielt være rigtig mange penge, ikke?. Men styrkerne ved det er, at markedspraksis har i mange år været, at det er meget svært at få sælger til at hæfte for andet end direkte tab, medmindre han har handlet groft uagtsomt eller forsætteligt, og der har altså udviklet sig en praksis i relation til de her forsikringer, hvor de også dækker indirekte tab, så længe de er adækvate, og det gør alt andet end lige, at køber får jo en langt bedre dækning for realiteten er ... Altså de værste tab, virksomheder lider, er jo ikke ... At der er en eller anden forureningskilde, der koster 10 mio. at rydde op. Det værste er, hvis der er noget IPR, de ikke ejer, så de skal bruge 10 mio. om året på at indlicensiere denne IPR, eller de mister noget omsætning på 20 mio. kr., eller regnskabet er forkert, det er 20 mio. for højt. De 20 mio. er jo ikke bare 20 mio. Det er jo også udtryk for værdien af aktierne og virksomheden, som jo på en eller anden måde kan være et indirekte tab eller et omsætningstab eller indtjenestab, og det kan du i princippet få dækket, så længe det er adækvat. Det findes der ikke så meget retspraksis på, hvordan det skal fortolkes, men det er klart noget af dækningen, du får ellers efter retspraksis.
- 25:46 Amanda Hvad er det sådan specielt vigtigt, at parterne er opmærksomme på, når forsikringen tegnes? Altså sådan er det godt, at sælger bliver helt fri for ansvar, eller er det godt, at han stadig har lidt ansvar tilbage?
- 26:06 Jeppe Altså jeg vil sige, det vil være usædvanligt at sælger slet ikke har noget ansvar tilbage. Altså typisk vil sælger stadig hæfte for det man normalt definerer som "fundamental warranties" dvs. for eksempel at man ejer aktierne, typisk også at man har betalt den skat, som man skulle i sælgers ejertid. At aftalen er bindende og sådan nogle ting. Så er det selvfølgelig fra sælgers synsvinkel, meget vigtigt, at man er meget, meget opmærksom på de huller, der er i forsikringsdækningen, som man ender med at være ansvarlig for, herunder når du så er ansvarlig for garanti x, y, z, og normalt så ville du kun være ansvarlig for de direkte tab efter almindelig retspraksis, hvis så du har en forsikring, der gør, at de også dækker indirekte tab, hvis det er adækvat, det er så det, der står i SPA'en også, så skal du jo sikre dig ... det gælder så ikke, hvis der kommer

ansvar for dig, så på den måde bliver det ... det kan det godt blive relativt kompliceret at få fat i de her aktieoverdragelsesaftaler, når forsikringen er involveret.

- 27:24 Amanda Nu var du også inde på før, at man bruger dem mere og mere. Tror du det er sådan fremadrettet. Tror du bare sådan det fortsætter med at ..?
- 27:32 Jeppe Nej, jeg tror, det vil få endnu større udbredelse, end det har sådan i private equity segmentet. Der tror jeg, at vi vil se, at langt de fleste transaktioner i virkeligheden vil være forsikringsdækket. Jeg tror stadigvæk, at der uden for private equity er mange virksomheder, der siger, hvorfor skal vi betale de her penge. Det giver ikke nogen mening. Vi kan ligeså godt lade være, og så tage den risiko selv. Sagen er den, hvis du har gjort dit arbejde ordentligt, når du forhandler garantierne, så bør der ikke være noget ansvar for sælger, og så længe du ikke giver fremadrettede garantier, så er det jo faktuelle udtalelser om virksomheden, som du et eller andet sted eller i et eller andet omfang i hvert fald er i stand til at verificere, og i det omfang du ikke er i stand til at verificere dem, så kan jo forsøge at slippe for at give dem.
- 28:21 Amanda Hvad vil du - som den sidste ting - hvis de skal blive mere attraktive, hvad kunne man så ændre ved dem?
- 28:36 Jeppe Hvis det skal være mere attraktivt? Så er det jo et spørgsmål om, at man får ... Jeg tror egentlig at prisen er et sted, hvor man kan sige, det skræmmer ikke rigtigt nogen. Det er sådan 1 til 2 pct. typisk af det dækkede beløb lidt afhængigt af industri, og hvor stort det dækkede beløb er og sådan noget. Så jeg tror egentlig, at det vigtigste er, at man får arbejdet med de undtagelser, der er. Sådan noget som transferpricing for eksempel, som jeg har nævnt et par gange, den er lidt skidt. Og så tror jeg, at der er brug for nogle sager også. Altså lidt mere praksis omkring, at forsikringsselskabet rent faktisk betaler. Det er stadig det, der holder nogle tilbage, at man sådan tænker "nu forsikrer jeg mig egentlig på, at man kan få penge ud af forsikringsselskabet, hvis man kommer dertil". For produktet er egentlig ret ... altså nu ved jeg ikke ... Har du fået nogle eksempler på nogle policer?
- 29:39 Amanda Jeg har fået ja, på selve policen har jeg fået sådan et eksempel. Det er ikke et rigtigt eksempel, det er sådan et, hvor der lige mangler at blive udfyldt lidt.
- 29:46 Jeppe Ja, præcis, for de er jo sådan rimelige ... ja det er jo sådan rimelig let forståeligt produkt vil jeg sige til at gå til.
- 29:58 Amanda Ja, det er rigtigt.
- 30:01 Jeppe Så må det selvfølgelig godt blive billigere. Altså det er selvfølgelig et element i det, fordi det er stadig ca. 1 mio. eller ca. 1-2 pct. af det dækkede beløb – hvad skal vi sige en transaktion til 100 mio., så vil det typisk dække 20-30 pct. eller sådan noget.. hvis du gør det, så kommer du højere op, så kommer du tættere på en million. Når jeg siger 1 procent, det passer faktisk ikke, det er normalt ... når jeg siger 1-2 pct., så er det 1-2 pct. af EV, og hvis du så bevæger dig opad i dækket sum, så bliver det mindre .. altså det bliver selvfølgelig dyrere samlet set, men billigere set i forhold til, hvad du får dækket. Seneste jeg havde her lukkede for en uges tid siden, der havde vi 45 mio. i sum i EV, altså værdien for hele virksomheden inklusiv gæld, der er jo så kontanter og ikke gæld i en virksomhed, men på 300 mio., og der gav vi ca. 1 mio. kr. for

forsikringen. Det ligger egentlig sådan nogenlunde fast. Der er ikke, når de får de der tilbud fra forsikringsselskaberne, så er der ikke super meget forskel imellem, hvor meget de tager for det. Den store forskel ligger typisk på, hvor meget de vil dække, der er lidt forskel, men det er ikke super meget.

Transactional Risk 2016

Warranty and Indemnity Insurance

Willis Towers Watson Transactional Service – the Nordics

Willis Towers Watson at a Glance



4

Business Segments

- Corporate Risk and Broking
- Exchange Solutions
- Human Capital and Benefits
- Investment, Risk and Reinsurance

5

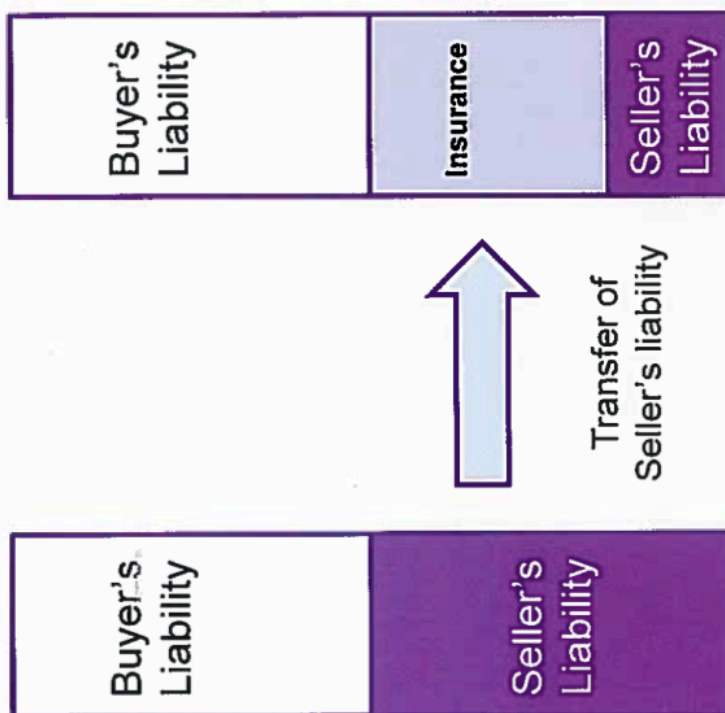
Values

- Client Focus
- Teamwork
- Integrity
- Respect
- Excellence

The Insurance Process

Time	Services	Documents Required
Stage One – Non-Binding Indication		
2-3 business days	- Review and analysis of project documentation; - Obtaining instructions to approach insurers; - Submission of presentation to insurers; and - Distribution of Non-Binding Indication Report produced by WTW.	- SPA (first draft); - Information memorandum; and - Accounts.
Stage Two – Underwriting		
4 -10 business days	- Instruction to preferred insurer(s); - Insurer to conduct underwriting process; and - Underwriting call with the client and insurers.	- All vendor (if available) and buyer due diligence reports; - Data room access; - SPA and disclosure materials (and latest turn of these); and - Full financial statements.
Stage Three – Binding Indication and Placement		
1 day	- Provision of binding indication; and - Placement of policy on behalf of the insured.	- Final due diligence reports; and - Signed SPA and disclosure letter.
10-15 days		

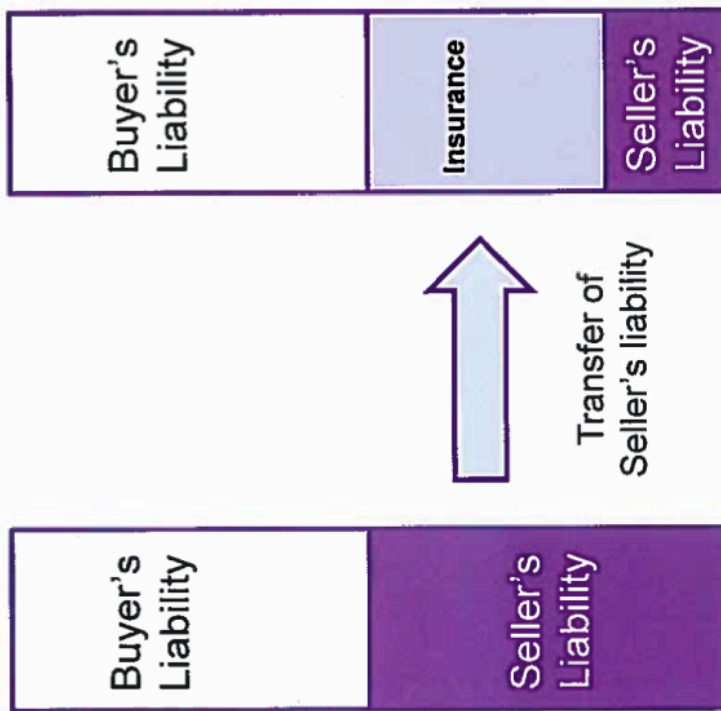
Buyer-Side: Stapled W&I insurance, a Seller's Clean Exit



- Seller looking to sell – Corporate/asset/portfolio.
- Removes/reduces need for escrow arrangement.
- WTW is mandated by the seller to 'staple' a policy into the sales process.
- WTW approaches W&I insurers on behalf of the seller and obtains terms.
- Preferred bidder is given exclusivity by the seller.*
- WTW transfers its engagement, and fiduciary duties, to the preferred bidder.
- Insurer is appointed to underwrite (this can take place earlier on in the process at the instruction of the seller if sufficient VDD).
- Policy issued on signing/closing.

* Willis Towers Watson is able to work with multiply bidders while still engaged by the seller by pre-loading the underwriting and transferring our engagement at the last moment to the winning bidder on a transaction. This ensures that the seller maintains control.

Seller-Side: End of Fund W&I insurance solutions



- Client/seller wants to wind up a fund/portfolio of business but has given warranties/indemnities on previous disposals which are yet to expire.
- The seller is required to have made adequate provisions for any potential claims in their balance sheet.
- Seller facilitates buy-side policies on any remaining corporate sales.
- Seller obtains a sell-side policy for the residual liabilities in the remaining corporate vehicle(s).
- Seller is able to wind up the fund/remaining corporate vehicles.
- If a warranty breach is successfully brought, the sellers notify the breach to the insurer.

Pricing for W&I Insurance

Cost Element	Nordics / UK / Germany	CEE	USA
Target is a fully operational business			
Policy Excess	0.5% of EV	0.5% of EV	1% - 2% of EV
Premium (ROL)	1.5% - 2%	2% to 2.5%	3% - 4%
Policy Excess	1% of EV	1% of EV	
Premium (ROL)	0.8% to 1.4%	1.2% to 1.7%	
Real Estate Business			
Policy Excess	Tipping to 0% - 1% of EV		
Premium (ROL)	0.8% to 1.2%	1.2% to 1.7%	2%

- **Limit of Liability:** Most insureds buy a limit of liability of **15% to 35%** of enterprise value ("EV").
- **Premium:** The premium is a one-off premium.
- **Minimum Premium in Europe:** An insurance limit of liability less than **EUR 7/8m** will attract minimum premiums which range from **EUR 45,000 to EUR 85,000**.
- **Other cost:** Insurance premium tax and underwriting legal fee.

The W&I Market Stakeholders: Broker and insurers

Relationship between Broker and Insurer

A broker is an agent for the insured to source insurance capital , and the best terms, for a client's risk.

Broker's Scope of Work and Services

- **Insurance and M&A Advisor:** We advise on the process, market trends and facilitate/negotiate the optimum insurance solution for the insured.
- **Duty of Care:** A broker owes a client a duty of care, whereas an insurer or MGU only owes a client a limited duty.
- **Policy Wording:** Access to our expertise in negotiating policy wordings.
- **Strategic Relationships:** On every deal we utilise our strategic relationships with the insurers or MGUs enabling us to deliver the best achievable results in a timely manner.
- **Claims Management:** As part of our engagement you have access to WTW's claims department which is one of the leading claim's specialist team in the world.
- **Market security:** Every insurer we work with is approved and monitored by our market security team which ensure that the insurer has sufficient means to satisfy any insured loss.
- **Compliant:** We are FCA regulated and as such operate in compliant and transparent manner.

We work with the following insurers and MGUs

Insurer	W&I Capacity (estimate)
AIG	€94.5m
Ambridge	€189
ANV	€25m
Arch Europe	€18,9
AWAC	€75,6
Beazley	€31.5
GFC	€31.5
Chubb (former ACE)	€12.6
DUAL	€31.5
HCC	€25.2m
Hunter George	€88.2
Marketform	€63
Pembroke	€126
Riskpoint	€69.3
Zurich	€44
Total:	Ca. EUR 925m

Contact Details

Fredrik Dock

Practice Leader, Transactional Services , Corporate Risk & Broking, Nordics

D +46 8 5463 5914

M +46 701475914

fredrik.dock@willistowerswatson.com

Tine Olsen

Transaction Services, Denmark

D +45 88139431

M +45 29213810

tine.olsen@willistowerswatson.com

Bilag 6: Eksempel på en køberpolicy

Date of Issue: •

BUYER-SIDE WARRANTY AND INDEMNITY INSURANCE POLICY

Insurance Schedule

Item 1	Insured:	•, a company incorporated under the laws of [] with No. • and whose registered office is •
	Insurer:	[]
Item 2	Transaction Documents	
	Acquisition Agreement:	•
	Tax Deed:	•
Item 3	Policy Period:	Commencement date: • Expiry date: 1 • in respect of the General Warranties 2 • in respect of the Tax Warranties 3 • in respect of the Tax Covenant 4 • in respect of the Indemnities
Item 4	Limit of Liability:	[]• in the aggregate for the Policy Period
Item 5	Retention:	[]• in the aggregate for the Policy Period
Item 6	Premium:	[]• (% of Limit of Liability)
	IPT:	[]• (5% of Premium)
	Total Premium:	[]•
Item 7	Broker Commission:	•% of the Premium net of IPT. This is noted on the Policy by way of information only and is payable by the Insurer to • <i>[Insert broker's details]</i> .
Appendix A	Cover Spreadsheet	
Appendix B	No Claims Declaration	
Appendix C	Form of Assignment	
Appendix D	Transaction Documents and Disclosure Letter	

TERMS AND CONDITIONS

1 DEFINITIONS AND INTERPRETATION

1.1 Definitions

In this Policy:

Acquisition Agreement	means the agreement described in Item 2 of the Insurance Schedule (as such agreement may be amended from time to time in accordance with this Policy), an executed copy of which is attached as Appendix D.
Actual Knowledge	means actual personal knowledge and for the avoidance of doubt does not include constructive or imputed knowledge nor does it include any actual knowledge of any advisor or agents of the Insured.
Breach	means any of the following: (i) breach of clause • of the Acquisition Agreement in respect of the General Warranties; (ii) breach of clause • of the Acquisition Agreement in respect of the Tax Warranties; (iii) any matter giving rise to a claim under the Tax Covenant; or (iv) any matter giving rise to a claim under the Indemnities;
Business Day	in each case in respect of any of the Insured Obligations. means any day other than a Saturday, Sunday or public holiday on which banks are open for business in [].
Claim Notice	means a notice delivered in accordance with Clause 7 of this Policy.
Commencement Date	means the commencement date of the Policy stated in Item 3 of the Insurance Schedule.
Completion	has the meaning attributed to it in the Acquisition Agreement.
Cover Spreadsheet	means the cover spreadsheet attached to this Policy as Appendix A.
Defence Costs Disclosed	has the meaning attributed to it in Clause 8. means disclosed in such a manner so that if, on a review of the document, a reasonable person would be aware of the specific fact, matter or other information and be in a position to make a reasonably informed assessment of the fact, matter or other information.
Disclosure Letter	means the disclosure letter from • to the Insured dated •.
Excluded Loss	means any amount of monies which the Insured is contractually entitled to claim against the [Seller/Warrantor] pursuant to the Transaction Documents for a breach of the General Warranties, Tax Warranties, the Tax Covenant and/or the Indemnities which are not Insured Obligations under this Policy or such amount of monies which the Insured would be entitled to claim in respect of such breach if the Limitation Provisions were disregarded.

Expiry Date	means the relevant expiry date of the Policy stated in Item 3 of the Insurance Schedule.
Finance Party	means any bank(s) and/or holders of debt securities and/or financial institution(s) and/or hedge counterparties and/or any other person lending money or making other banking facilities available to any Group Company of the Insured in connection with the acquisition of the Target Group and/or any refinancing of the debt of the Insured or its Group Companies or to any financiers who provide funds on or in connection with any subsequent refinancing of such funding or to any person from time to time appointed by any financier to act as security trustee on behalf of such financier.
General Warranties	means the general warranties identified in the Cover Spreadsheet.
Group Company	means any entity that, directly or indirectly and by reason of ownership or management, controls, is controlled by or is under common control with, the indicated entity.
Indemnities	means the indemnities identified in the Cover Spreadsheet.
Insured	means the Insured stated in Item 1 of the Insurance Schedule.
Insured Group	means the Insured and any Group Company of the Insured (including but not limited to the Target Group).
Insurer	means the Insurer stated in Item 1 of the Insurance Schedule together with its permitted assigns.
Insured Obligations	means the General Warranties, Tax Warranties, the Tax Covenant and the Indemnities to the extent referred to in the Cover Spreadsheet as "Cover" or "Partial Cover".
Limitation Provisions	means clause • of the Acquisition Agreement and clause • of the Tax Deed.
Limit of Liability	means the amount set out in Item 4 of the Insurance Schedule.
Loss	has the meaning attributed to it in Clause 4.
No Claims Declaration	means the No Claims Declaration executed on behalf of the Transaction Team Members <i>[at Completion] [on the date of this Policy]</i> , an executed copy of which is attached as Appendix B.
Pension Underfunding	means any funding deficit or other breach of the Target Group's funding obligations under [insert details of schemes] (as each are defined in the Acquisition Agreement) or any other arrangement (whether or not such arrangement is or has been maintained, sponsored or participated in by a member of the Target Group) for the purpose of providing benefits on retirement or death, any liability under sections 75 and 75A of the Pensions Act 1995 and any liability or obligation imposed by the Pensions Regulator.
Policy	means this buyer's warranty and indemnity insurance policy including all schedules and appendices.
Policy Period	means the relevant period of time stated in Item 3 of the Insurance Schedule, commencing on the Commencement Date and ending on the relevant Expiry Date (all dates inclusive).
Premium	means the amount of Total Premium stated in Item 6 of the Insurance Schedule.

Recovered Amounts	means the amount recovered or realised, plus the present value of the amount reasonably expected to be recovered or realised in the future, by the Insured Group in direct consequence of the matter which gives rise to such Loss from any source other than the Insurer. For the avoidance of doubt, Recovered Amounts shall include any refund, credit, or other reduction of tax or other economic benefit relating to tax and any amounts recovered from third parties (for example, under another insurance policy, contractual indemnity or otherwise).
Retention	means the amount stated in Item 5 of the Insurance Schedule.
Seller	means •.
Secondary Tax Liabilities	means any tax liability which is primarily the liability of a party other than a member of the Target Group, whether as a result of an election or otherwise, or which arises by virtue of a member of the Target Group being a member of a tax group, but which is not referable to supplies, income or profits made by a member of the Target Group.
Target Group	means • (a company registered under the laws of [] with No. • and whose registered office is at •) and any of its Group Companies that are being acquired by the Insured pursuant to the Acquisition Agreement or any of them as the case requires.
Tax Covenant	means the tax covenant identified in the Cover Spreadsheet.
Tax Deed	means the deed described in Item 2 of the Insurance Schedule (as such deed may be amended from time to time in accordance with this Policy), an executed copy of which is attached as Appendix D.
Tax Warranties	means the tax warranties identified in the Cover Spreadsheet.
Third Party Demand	means any demand made or legal action brought against the Target Group by any person (other than a Group Company of (a) the Insured, (b) the Target Group or (c) the Insurer) in respect of which the resulting payment would constitute Loss.
Transaction Documents	means each of the Acquisition Agreement and the Tax Deed.
Transaction Team Members	means • <i>[Insert names of those people at the Insured who reviewed the due diligence, negotiated the transaction, handled the disclosure etc].</i>
[Warrantors	means •.]

1.2 Interpretation

- (i) The headings of this Policy do not affect its interpretation.
- (ii) No party to this Policy shall have the benefit of any presumption regarding the interpretation or construction of this Policy based on which party drafted it.
- (iii) Words importing the singular include the plural and vice versa, words importing a gender include every gender and references to persons include corporations, partnerships and other unincorporated associations.
- (iv) The word "including" or similar expression in this Policy shall be deemed to mean "including without limitation".
- (v) References in this Policy to the "Schedule", a "Clause" or an "Appendix" shall mean the Insurance Schedule, a Clause or an Appendix of or to this Policy unless otherwise stated.
- (vi) "[]", "[]" and "[]" all refer to [], the monetary unit of the [].
- (vii) This Policy shall be interpreted in accordance with legislation in force as at the date of this Policy.

2 CONDITIONS

- 2.1 The Insurer's obligations under this Policy shall be conditional upon:
 - (i) Completion occurring in accordance with clause • of the Acquisition Agreement without any waiver or amendments of the parties' obligations in clause • of the Acquisition Agreement unless the Insurer has given its prior written consent;
 - (ii) payment of the Premium to the Insurer in cleared funds within [5] Business Days of Completion;
 - (iii) execution of this Policy by the Insurer and the Insured; and
 - (iv) execution and delivery to the Insurer of the No Claims Declaration.
- 2.2 If any conditions in this Clause 2 are not fully met on or before [5] Business Days from Completion, the Insurer shall be entitled to terminate this Policy by written notice to the Insured, in which case:
 - (i) the Insurer shall have no liability under this Policy in respect of any Loss or otherwise; and
 - (ii) if the Insured has paid the Premium, the Insurer shall refund the Premium to the Insured.

3 INSURING PROVISIONS

3.1 Insuring clause

Subject to the terms, conditions and limitations of this Policy, the Insurer shall indemnify the Insured for, or pay on the Insured's behalf, all Loss.

3.2 Action by the Insured against the Seller

Loss shall, as appropriate, erode the Retention and/or be recoverable as Loss under this Policy notwithstanding that the Insured has a right to claim against the Seller for such Loss pursuant to the Transaction Documents. The Insured shall not be required to proceed against the Seller for recovery under the Insured Obligations prior to delivering a Claim Notice.

3.3 Reliance

In entering into this Policy, the Insurer is relying upon the No Claims Declaration.

3.4 Aggregate limit of liability

The Limit of Liability is the limit of the Insurer's aggregate liability for all payments made by the Insurer in connection with this Policy for Loss. The Retention is not part of the Limit of Liability.

4 CALCULATION OF LOSS

4.1 Definition of Loss

Subject to the other provisions of this Clause 4, Loss means the amount of:

- (i) monies which the Insured is contractually entitled to claim against the [Seller/Warrantor] pursuant to the Transaction Documents for that Breach or would be entitled to claim in respect of such Breach if the Limitation Provisions were disregarded; plus
- (ii) any Defence Costs; less
- (iii) any Recovered Amounts.

4.2 Exchange rates for non- [] amounts

In determining the amount of any Loss which is not assessed or agreed in [] (for the purposes of determining the extent to which the Retention or Limit of Liability is eroded by such Loss), such Loss shall be converted into [] at the spot rate of exchange (the closing mid point) for the relevant currency as published in the [London edition of the Financial Times] on the date such Loss is agreed or determined by a final judgment by a competent court or arbitration panel.

4.3 Recovering a Loss

Any Loss payable by the Insurer shall only be in the form of a monetary payment and the Insurer shall not be obliged to seek, pursue or satisfy on behalf of the Insured any non-monetary remedies or any injunctive, equitable or other non-monetary relief.

5 RETENTION

5.1 Liability in excess of the Retention

The Retention shall be borne by the Insured and the Insurer shall only be liable for Loss once the Retention has been fully eroded. The Retention shall apply until such time as it has been fully eroded after which no Retention shall apply.

5.2 Erosion of the Retention

The Retention shall be eroded by:

- (i) Loss for which the Insurer would be liable under this Policy but for the Retention; and
- (ii) all Excluded Loss.

6 EXCLUSIONS

6.1 The Insurer shall not be liable to pay any Loss to the extent that it arises out of:

- (i) Breach of any Insured Obligation marked as "Exclude" in the Cover Spreadsheet;
- (ii) Breach of any Insured Obligation marked as "Partial Cover" in the Cover Spreadsheet to the extent that such Loss arises out of that part of the Insured Obligation for which cover is not provided as described in the Cover Spreadsheet;
- (iii) any Breach of which any Transaction Team Member had Actual Knowledge prior to the Commencement Date;
- (iv) civil or criminal fines or penalties to the extent only that such fines or penalties are prohibited at law from being insured;
- (v) the multiplied portion of multiplied damages award;
- (vi) any Secondary Tax Liabilities;
- (vii) any Pension Underfunding.

6.2 The Insurer shall not be liable to pay any Loss to the extent that it arises out of any Breach identified in any fact or circumstance which has been Disclosed in the following documents:

- (i) Transaction Documents;
- (ii) Disclosure Letter;
- (iii) [Insert details of any other due diligence materials provided to the Insured].

6.3 If only part of any Loss is excluded under this Clause 6, the Insurer shall remain liable for that part of any Loss which is not so excluded.

7 CLAIMS AND OTHER REPORTING PROVISIONS

7.1 General

All claims under this Policy in respect of Loss and matters eroding the Retention must be dealt with in accordance with this Clause 7.

7.2 Notification

The Insured shall deliver a Claim Notice to the Insurer, signed by an executive officer of the Insured, as soon as reasonably practicable after the Insured becomes aware of:

- (i) any fact or circumstance which could reasonably be expected to give rise to an Excluded Loss;
- (ii) any fact or circumstance which has or could reasonably be expected to erode the Retention;
- (iii) any fact or circumstance which could reasonably be expected to give rise to a Loss; or
- (iv) a Loss.

7.3 Claim Notice contents

- (i) The Claim Notice shall describe the facts and circumstances relating to the claim (including, where appropriate, specific references to the relevant Insured Obligations) in sufficient detail to allow the Insurer to assess the claim.
- (ii) A Claim Notice shall not be invalid for failing to provide all necessary facts and circumstances and other information relating to the claim so as to enable the Insurer to assess the claim.

7.4 Late notification

The Insurer shall not be liable for any Loss nor shall the Retention be eroded unless the respective Claim Notice has been delivered to the Insurer:

- (i) prior to the relevant Expiry Date to which the Claim Notice relates; or
- (ii) no later than 10 Business Days after the relevant Expiry Date to which the Claim Notice relates if the Insured first became aware of the matter set out in the Claim Notice in the 20 Business Day period prior to such relevant Expiry Date.

7.5 Loss subsequent to Claim Notice

If a Claim Notice pursuant to Clause 7.2 is delivered to the Insurer by the Insured within the relevant Policy Period, then any subsequent Loss arising out of the matters identified in such Claim Notice shall be deemed notified to the Insurer by that Claim Notice.

7.6 Insurer's response

As soon as reasonably practicable after the Insurer receives a Claim Notice, the Insurer shall respond by acknowledging or denying the claimed Loss or the claimed erosion of the Retention or if the Insurer is not in a position to determine on the information available a final cover position then the Insurer shall request such additional information as it may reasonably require from the Insured.

7.7 Claims participation

The Insurer shall be entitled to participate fully in the defence, negotiation and settlement of any Third Party Demand, such that the Insured shall (without limitation):

- (i) to the extent reasonably permitted by the circumstance, not incur any Defence Costs without the prior consultation with and the prior written consent of the Insurer;
- (ii) not settle, compromise or discharge any Breach or claim without prior consultation with and the prior written consent of the Insurer;
- (iii) to the extent reasonably practicable, provide the Insurer with copies of all correspondence and documentation available in connection with the claim and to the extent possible afford the Insurer sufficient time in which to review and comment on such documentation;
- (iv) grant the Insurer access to the relevant documentation and information of the Insured and the Target Group relevant to the claim and grant the Insurer access to the Insured's and the Target Group's representatives for interviews and witness statements during normal business hours and in reasonable locations;
- (v) keep the Insurer informed of proposed meetings with the Seller or any other relevant third party in connection with any claim and allow the Insurer to attend such meetings and, where the Insurer so requests, provide a detailed written description to the Insurer of the outcome of meetings and discussions to which the Insurer was not present;
- (vi) conduct all negotiations and proceedings in respect of any Third Party Demand with advisers consented to by the Insurer in writing (such consent not to be unreasonably withheld or delayed) and take such action as the Insurer may reasonably request to contest, avoid, resist, compromise or otherwise defend a Third Party Demand; and
- (vii) provide the Insurer with such other information and assistance in connection with any claim as the Insurer may reasonably request.

7.8 Settlement of Third Party Demands

If the Insured does not consent to a settlement, compromise or discharge of a Third Party Demand which is acceptable to the Insurer and to the relevant third party claimant, the Insured shall not be prevented from defending the Third Party Demand further but the Insurer shall not be liable for any additional Loss above the amount of such settlement, compromise or discharge which was acceptable to the Insurer and relevant third party.

8 DEFENCE COSTS

8.1 Definition of Defence Costs

Defence Costs means that part of Loss which constitutes reasonable fees, costs and expenses incurred by the Target Group in the investigation, settlement, defence or appeal of a Third Party Demand. Defence Costs do not include any remuneration for officers, employees, or any other internal expenses of, the Insured or the Target Group.

8.2 Reimbursement of Defence Costs

Notwithstanding that the Third Party Demand may not have been settled or finally determined If the Insured requests in writing, the Insurer shall, provided that the Retention

will be fully eroded, reimburse the Insured after each calendar month for Defence Costs incurred during such calendar month.

8.3 No duty to defend

The Insurer does not assume any duty to defend the Insured or the Target Group with respect to any Third Party Demand or otherwise.

9 ADDITIONAL OBLIGATIONS OF THE INSURED

9.1 Mitigation and preservation of rights

The Insured shall, and to the extent possible shall cause the Target Group to, take all reasonable steps to mitigate any Loss. The Insured shall, and to the extent possible shall cause the Target Group to, take all reasonable steps to preserve all rights against any other person in respect of any Loss and to preserve the Insurer's subrogation rights with respect thereto.

9.2 Maintenance of records

Until the later of 60 Business Days after (i) the expiry of the Policy Period or (ii) the final resolution of all claims or disputes relating to this Policy, the Insured shall, and to the extent possible shall cause the Target Group to, maintain all of their respective materials relating to the due diligence and consummation of the transaction documented in the Acquisition Agreement.

9.3 Other Insurance Policies

The Insured shall, to the extent reasonably possible, procure that the Target Group maintains appropriate insurance cover for the business operations of the Target Group. The Insurer shall not be liable for Loss to the extent such Loss is recoverable under such other insurance policies of the Target Group.

9.4 Failure to comply

Any inadvertent failure to comply with Clauses 9.1, 9.2 and 9.3 shall not relieve the Insurer of its obligations under this Policy, however, the Insurer shall be entitled to reduce the amount of Loss payable under this Policy to reflect the extent to which the Insurer's position has been adversely affected thereby.

9.5 Reimbursements

The Insured shall reimburse to the Insurer any amount paid by the Insurer in connection with this Policy:

- (i) which is agreed or determined by an arbitrator or court did not constitute Loss or should not otherwise have been paid under this Policy;
- (ii) which the Insured or its Group Companies subsequently recover (directly or indirectly) from any insurance or other source which reduces the amount of Loss actually suffered. Any such reimbursement shall be made promptly but in no event later than 20 Business Days after such agreement, determination or receipt.

10 SUBROGATION

10.1 Right to subrogate

If the Insurer makes any payment to the Insured under this Policy then, subject to Clause 10.2 the Insurer shall be subrogated to the Insured's and the Target Group's respective rights of recovery against any person in respect of such Loss.

10.2 Subrogation against the Seller

The Insurer shall only be entitled to subrogate against the Seller if the Loss arose in whole or part out of the Seller's fraud or wilful concealment.

10.3 Distribution of subrogation proceeds

Any amounts recovered by the Insurer as a result of the exercise of subrogation rights shall be applied in the following order: first, to reimburse the Insurer for any costs and expenses incurred in connection with such recovery; secondly, to reimburse the Insured for any Loss borne by it in excess of the Limit of Liability under this Policy; thirdly, to reimburse the Insurer in respect of any Loss which the Insurer has paid under this Policy; and fourthly to reimburse the Insured in respect of any Loss which the Insured has retained by reason of the Retention.

10.4 Costs of defending claim

The Insured shall defend at its own expense and be liable for any counterclaim or third party demand asserted in connection with any subrogation claim pursued by the Insurer, unless such counterclaim or third party demand arises out of the same facts and allegations as the subrogation claim or would itself lead to a Breach.

11 OTHER PROVISIONS

11.1 Transaction Documents

The Insured shall not effect or give any waiver, consent, amendment or assignment under the Transaction Documents without first obtaining the consent of the Insurer if such proposed waiver, consent, amendment or assignment could reasonably be expected to adversely affect the Insurer's rights or liability under this Policy. The Insurer shall be entitled to withhold its consent or limit its liability under this Policy in respect of any such proposed waiver, consent, amendment or assignment which could reasonably be expected to adversely affect the Insurer's rights or liability under this Policy.

11.2 Cancellation

This Policy may not be cancelled or renewed by the Insured.

11.3 Assignment of Policy Proceeds

The Insured may without the prior written consent of the Insurer:

- (i) assign any or all of its interest in the proceeds of this Policy to a Group Company of the Insured;
- (ii) assign any of its rights or interest or transfer its obligations under this Policy to any person that acquires more than 50% of the shares of either the Target Group or the Insured or more than 50% of the assets (based on fair market value) of the Target Group.

The Insured may without the prior written consent of the Insurer assign any or all of its interest in the proceeds of this Policy to a Finance Party provided that the Insured deliver an assignment notice to the Insurer in the substance of the form set out in Appendix C.

Other than set out above, the Insured may not assign any of its rights or interest nor transfer its obligations under this Policy without the prior written consent of the Insurer.

The Insurer may assign any of its rights interests or transfer its obligations under this Policy to another insurer that is a member company of [] Group, without consent provided that such other insurer's financial strength rating (Moody's or Standard & Poor's) is equal to or better than that of the Insurer at the time of such assignment.

11.4 Variation

No term of this Policy may be amended or waived without a prior written endorsement or other instrument duly signed by the Insurer and the Insured.

11.5 Entire Agreement

This Policy constitutes the entire agreement between the Insurer and the Insured concerning the subject matter of this Policy and supersedes any previous agreement, oral or written, between the parties concerning the subject matter of this Policy. Nothing in this Clause 11.5 shall exclude or limit any liability or any right which any party may have in respect of any statements made fraudulently or dishonestly prior to the date of this Policy.

11.6 Counterparts

This Policy may be executed in any number of counterparts, all of which taken together shall constitute one and the same instrument.

11.7 Invalidity

If any provision of this Policy is or becomes invalid, illegal or unenforceable in any respect, the validity, legality or enforceability of any other provision shall not be affected or impaired in any way.

11.8 Third party rights

No term of this Policy is enforceable under the Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999 by any person other than the Insured and the Insurer.

11.9 Notices

All Claims Notices and any other notice or communication under this Policy shall be made in writing and signed on behalf of the party giving it. It shall be served either by hand, by fax or by post and shall be deemed served:

- (i) if by hand, when delivered;
- (ii) if by fax, at the time of transmission (provided a successful transmission confirmation is obtained and a subsequent copy is sent by registered post within 48 hours of the fax; and
- (iii) if by registered post, 48 hours after posting.

Each such notice or communication shall be delivered (i) if to the Insured, to its address or fax number stated in Item 1 of the Insurance Schedule and (ii) if to the Insurer, to the following address or fax number:

[]

12 GOVERNING LAW AND ARBITRATION

12.1 Governing law

This Policy shall be governed by and construed in accordance with [] law.

12.2 Dispute resolution

Any dispute arising out of or in connection with this Policy which cannot be otherwise resolved by the Insurer and the Insured shall be referred to and finally resolved by arbitration under the Rules of the [] Court of International Arbitration, which Rules are deemed to be incorporated by reference into this Clause.

12.3 Appointment of arbitrators

It is agreed that:

- (i) The place of the arbitration shall be [];
- (ii) The language of the arbitration shall be English;
- (iii) The arbitral tribunal shall consist of three members.
- (iv) The Insurer shall appoint one arbitrator and the Insured shall appoint one arbitrator. If either the Insurer or the Insured do not appoint an arbitrator within 20 Business Days of being required to do so by the other, the [] Court of International Arbitration shall appoint such arbitrator on behalf of such party.
- (v) The third arbitrator shall be the chairman and shall be appointed by agreement of the two party-appointed arbitrators within 20 Business Days of the second arbitrator being appointed. The chairman must be an English qualified barrister or solicitor with knowledge and practice in insurance law matters. If the third chairman is not so appointed within the 20 Business Day period, the [] Court of International Arbitration shall appoint the chairman with such qualifications.
- (vi) The costs and expenses of the arbitration shall be borne by the Insurer and the Insured as ordered by the arbitration tribunal. Such legal costs and expenses will not be part of the Loss payable by the Insurer.

IN WITNESS of which the Insurer and the Insured have executed this Policy by their duly appointed representatives.

Signed by
For and on behalf of []

Date:

Signed by
For and behalf of •

Date:

Appendix A

Cover Spreadsheet

This Cover Spreadsheet contains a conclusive list of the **Insured Obligations**, being:

- 1 The warranties numbered • to • inclusive set out in schedule • of the Acquisition Agreement (the **General Warranties**);
- 2 The tax warranties numbered • to • inclusive set out in schedule • of the [Acquisition Agreement/ Tax Deed] (the **Tax Warranties**);
- 3 The tax covenants contained in paragraph • of the [Acquisition Agreement/Tax Deed] (the **Tax Covenant**); and
- 4 The indemnities contained in clause • of the Acquisition Agreement (the **Indemnities**).

Notwithstanding that a particular Insured Obligation is marked as "Cover" or "Partial cover", certain Loss arising from a Breach of such Insured Obligation may be excluded from cover pursuant to Clause 6 of the Policy.

Appendix B

No Claims Declaration

[On the Insured's letterhead]

[]

Dear Sirs

Project •, Policy No. • - No Claims Declaration

- 1 On behalf of the Insured, I acknowledge this No Claims Declaration is required to be given in relation to the warranty and indemnity insurance policy, Policy No. • issued by [] to the Insured. Capitalised terms in this No Claims Declaration shall have the respective meanings assigned to them in the Policy.
- 2 I declare as follows:
 - (i) I do not have Actual Knowledge of any Breach; and
 - (ii) so far as I am aware, having made enquiry of each Transaction Team Member, no Transaction Team Member has Actual Knowledge of any Breach.

Sign Name: _____

Print Name: _____

Date: _____

Received on behalf of the Insurer

Date

Appendix C

Form of assignment

[Date]

To: []

Dear Sirs,

Re: Warranty and Indemnity Insurance Policy No. • (the **Policy**)

We inform you that we have assigned to • (the **Finance Parties**) being represented by • as [facility agent/security trustee] (the **Facility Agent**) all our rights relating to payment of all and any proceeds received by or due to us under the Policy.

Payment of any proceeds under the Policy to the [Facility Agent] constitutes full discharge of your obligations in respect thereof to the Insured.

We kindly request that you confirm your receipt and acknowledgement of the above by returning signed copies of this notification to us and the [Facility Agent].

Yours sincerely

[Details]

To: The Insured

To: The Facility Agent

We acknowledge receipt of the above letter and confirm that we will pay any and all proceeds payable by us to the Insured under the Policy to such account as notified to us by the Facility Agent from time to time.

Payment of proceeds under the Policy to the Facility Agent constitutes full discharge of our obligations in respect thereof to the Insured.

Signed by

For and on behalf of []

Date:

Appendix D
Transaction Documents and Disclosure Letter